CENTRAAL FONDS VOLKSHUISVESTING

Sectorbeeld

2014

CENTRAAL FONDS VOLKSHUISVESTING

Sectorbeeld

Baarn, 1 december 2014

2014

Inhoud

Inhoud

Voorwoord

Het Centraal Fonds Volkshuisvesting (CFV) brengt jaarlijks de financiële positie en prestaties van corporaties op sectorniveau in beeld. Dit beeld bestaat primair uit geaggregeerde cijfers.
Daarbij baseert CFV zich op de prognose- en verantwoordingcijfers zoals door corporaties zijn aangeleverd. Het verslagjaar van dit sectorbeeld is het jaar 2013. Cijfers over dit jaar worden aangevuld met realisatiecijfers uit voorgaande jaren en projecties voor de komende tien jaar. Hierdoor ontstaat een dynamisch beeld van verleden, heden en toekomst. Dit biedt de mogelijkheid om nader in te gaan op specifieke actuele ontwikkelingen in de sector en de impact daarvan op de financiële positie voor de sector.

In hoofdstuk 1 wordt ingegaan op de hoofdconclusies van het Sectorbeeld 2014. Hoofdstukken 2 en 3 staan stil bij de sectorbalans en de resultatenrekening. Hoofdstuk 4 bevat een meerjarenverkenning, waarin de sector als geheel wordt beschouwd. Daarbij zijn naast een basisscenario drie gevoeligheidsanalyses doorgerekend. In de meerjarenverkenning komt ook de regionale dimensie aan bod. Zo wordt de financiële positie en de spankracht van de regio's geschetst aan de hand van het basisscenario.

Omdat er grote verschillen tussen individuele corporaties kunnen bestaan, wordt bij verschillende financiële ratio's aandacht gevraagd voor de spreiding in de sector.
Bij de duiding van de financiële trends spelen risico's een belangrijke rol. Het risicoprofiel van de sector wordt beïnvloed door de grote dynamiek die zich in de sector voordoet.
Het sectorbeeld besteedt uitgebreid aandacht aan het risicoprofiel.

De corporatiesector bevindt zich in een turbulente periode. Novelle en Herzieningswet liggen klaar voor politieke besluitvorming, de bijbehorende AMvB's dienen merendeels nog te worden uitgewerkt. Verder rapporteerde de parlementaire enquêtecommissie Woningcorporaties recentelijk zijn bevindingen over de opzet en het functioneren van het stelsel van woningcorporaties.
Net als in voorgaande jaren houdt dit sectorbeeld rekening met de voorgenomen ontwikkelingen in de sectorale regelgeving.
Zo wordt naast de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde van het bezit ook aandacht besteed aan de marktwaarde van het bezit.
De scheiding naar Daeb en niet-Daeb-bezit komt eveneens aan bod.
Tevens zijn er rendementsanalyses die van belang zijn bij het vraagstuk van overcompensatie vanwege staatssteun.

1

Verbetering financiële positie met een hoger risicoprofiel

De hoofdconclusies van het Sectorbeeld 2014 worden in dit hoofdstuk benoemd en geduid. Het belangrijkste beeld van de woningcorporatiesector over het verslagjaar 2013 is:

- De volkshuisvestelijke exploitatiewaarde stijgt, doordat corporaties een sterke stijging ramen van huur- en netto-exploitatiekasstroom (huur minus onderhoud en beheerkosten) in de resterende exploitatieperiode van het bezit (gemiddeld circa 24 jaar).
  De solvabiliteit van de corporatiesector stijgt hierdoor zeer sterk.
- Het risicoprofiel van de sector neemt fors toe omdat het onzeker is of corporaties de geraamde sterke stijging van de exploitatiekasstroom daadwerkelijk gaan realiseren.

Vanwege de forse toename van het risicoprofiel verhoogt CFV de sectorale buffernorm voor de solvabiliteit van de sector met 2,5% naar 25%. Deze norm wordt door CFV gebruikt om de duurzame financiële continuïteit van de sector op balansmoment en in de meerjarenverkenning te toetsen.

1.1 Solvabiliteit op basis van volkshuisvestelijke exploitatiewaarde neemt sterk toe

Het volkshuisvestelijk vermogen neemt in 2013 met € 12,8 miljard toe tot € 45,3 miljard (grafiek 1). De sectorale solvabiliteit stijgt hierdoor met 6,7% tot 31,7%. De totale leningenportefeuille blijft in 2013 nagenoeg gelijk (circa € 89 miljard nominaal).

Na dalende koopprijzen, verliezen op grond en koopprojecten, incidenten als Vestia en de introductie van de verhuurderheffing is deze stijging een opmerkelijk resultaat.

De sterke verbetering van de volkshuisvestelijke solvabiliteit houdt verband met beleidsbijstellingen van corporaties. Deze bijstellingen berusten op twee pijlers:

1. Het in de toekomst genereren van meer inkomsten door hogere huurstijgingen.
2. Het reduceren van uitgaven voor onderhoud en beheer.

Dit vertaalt zich in een hogere volkshuisvestelijke exploitatiewaarde van het bezit en een hoger volkshuisvestelijk vermogen. Deze bijstellingen zijn een reactie op de eerder geïntroduceerde verhuurderheffing en de door het ministerie geboden extra ruimte (boven inflatie) bij de jaarlijkse huurverhoging.

In verslagjaar 2013 zijn op kasbasis de eerste effecten van de beleidsbijstellingen bij de corporaties zichtbaar. Ten opzichte van 2012 stegen de sectorale huurinkomsten met 4,9%. Bovendien daalden de gemiddelde onderhoudslasten per verhuureenheid met 5,6% en de nettobedrijfslasten met 1,6%. De sterkere sturing op de exploitatie-kasstromen werkt ook door in de meerjarenprojecties die CFV op basis van de cijfers van de corporaties voor de komende tien jaar heeft gemaakt. In vergelijking met de doorrekening van april 2014 (de Meerjarenverkenning 2013 - 2022) is de aanvangssolvabiliteit in het basisscenario aanzienlijk hoger en blijft deze in vergelijking met de eindpositie 2022 uit de vorige doorrekening 2,5% hoger. Ook de ICR is gunstiger dan in de eerdere doorrekening.

De spreiding in solvabiliteit tussen corporaties blijft groot. In de meerjarenverkenning is een analyse gemaakt waarbij de sector is verdeeld in drie woningmarktregio's. De hoogte van de WOZ-waarde is hierbij als een belangrijk criterium gehanteerd. Het verschil in solvabiliteit tussen de drie regio's in aanvang en aan het einde van de prognoseperiode, differentieert veel minder sterk dan dat tussen individuele corporaties.

1.2 Risico's nemen ook fors toe

Tegenover de versterking van de volkshuisvestelijke balans staat een significante toename van de risico's in de sector. Het gaat hierbij vooral om het risico of de voorgenomen stijging van de exploitatiekasstroom (het saldo van toekomstige hogere huurinkomsten en de lagere kosten voor onderhoud en beheer) daadwerkelijk wordt gerealiseerd. De ingerekende huurgroei is namelijk van invloed op de betaalbaarheid van Daeb-woningen voor de doelgroepen. Nu ontstaan er al signalen[1], dat de sterke groei van de woonlasten tot betaalbaarheidsproblemen leidt. Dit kan de realiseerbaarheid van het groeipad van de huren onder druk zetten. Exclusief het effect van (des)investeren stijgt de reële huur van de bestaande voorraad de komende tien jaar met 10%[2]. In de afgelopen zes jaren was de reële huurstijging voor zelfstandige huurwoningen 7%.

Wanneer het effect van de voorraadmutaties (nieuwbouw, aankoop, woningverbetering, sloop en verkoop) wordt meegenomen, bedraagt de reële huurstijging 17% in 2023. Daarnaast neemt de afhankelijkheid van de huurder (en daarmee ook de verhuurder) van de huurtoeslagregeling de komende jaren sterk toe. De raming in de Rijksbegroting voor de huurtoeslaguitgaven bedraagt € 4 miljard in 2019[3]. Dit komt overeen met ruim 25% van de huursom van Daeb-huurwoningen in dat jaar[4]. Aanpassingen in de huurtoeslagregeling of een verhoging van de verhuurderheffing vanaf 2019 hebben een direct effect op de financiële positie van de sector.

1. Planbureau voor de Leefomgeving "Kwetsbaarheid van regionale woningmarkten 2014".

2. Dit is de resultante van de raming van de huurverhoging op 1 juli en bij mutatie.

3. De begroting kent ook een raming van opbrengsten ter grootte van een € 0,5 miljard vanwege terugvorderingen.

4. De sector omvat circa 85% van de huurmarkt van woningen met een huur onder de liberalisatiegrens. Vorig jaar kwam de raming van de huurtoeslaguitgaven uit op circa 20% van de huursom van Daeb-woningen.

De in de meerjarenverkenning uitgevoerde gevoeligheidsanalyses laten zien dat prudentiële bijstellingen in de uitgangspunten grote neerwaartse mutaties kunnen veroorzaken ten opzichte van de verwachte ontwikkeling van de solvabiliteit en de kasratio's.
De basis van de gevoeligheidsanalyses is de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde van CFV. Ten opzichte van de door de corporaties opgegeven bedrijfswaarden, heeft er een forse afslag plaatsgevonden vanwege methodische verschillen en bijstellingen vanwege niet plausibele of te optimistische uitgangspunten.
De volkshuisvestelijke exploitatiewaarde is op sectorniveau € 12,2 miljard lager dan de oorspronkelijke opgave van de corporaties.
In de gevoeligheidsanalyses is gekeken naar:

- Geen reële huurstijging (vanaf 2015) in de bestaande voorraad.
- Een hoger niveau aan beheer- en onderhoudskosten.
- Meer investeringen (extra sloop van 102.000 eenheden en 28.000 extra eenheden nieuwbouw) om de afname van de gemiddelde economische levensduur te beperken tot 2,6 jaar in 10 jaar (1,3 jaar minder daling dan in het basisscenario).

Ten opzichte van het basisscenario neemt de solvabiliteit in 2023 (30,5%) in deze gevoeligheidsanalyses af tot respectievelijk: 19,0%, 21,5% en 26,5%

De inmiddels door CFV afgeronde individuele financiële beoordelingen over 2013 laten in vergelijking met vorig jaar een toename zien van het risicoprofiel (van gemiddeld 19,1% naar 21,5% van het balanstotaal).

Tussen de minimum waarde die voor de individuele corporaties worden gehanteerd en de sectorale signaleringsbuffer dient een behoorlijke marge te bestaan.
De zekerheidsstructuur vereist immers dat de sector als geheel een gemiddelde solvabiliteit heeft die duidelijk hoger is dan het gemiddelde van de minimumwaarden uit de individuele beoordeling. Dit alles heeft tot gevolg dat CFV de sectorale buffernorm verhoogt van 22,5% naar 25%. Deze norm dient als maatstaf voor een duurzame financiële continuïteit van de sector.
Als op balansmoment of in een projectie de solvabiliteit van de sector onder dit niveau zou raken, dan is dit een signaal dat de continuïteit van de sector in het geding is.
Voor de kasratio's geldt dit vraagstuk evenzeer. De waarden die in de individuele beoordeling worden gebruikt (ICR 1,4 en DSCR 1,0) zijn geen graadmeter voor de sector als geheel. CFV gaat in 2015 ook voor deze ratio's een sectorale norm formuleren.

1.3 Overige bevindingen Sectorbeeld 2014

Jaarresultaat nog nooit zo hoog geweest

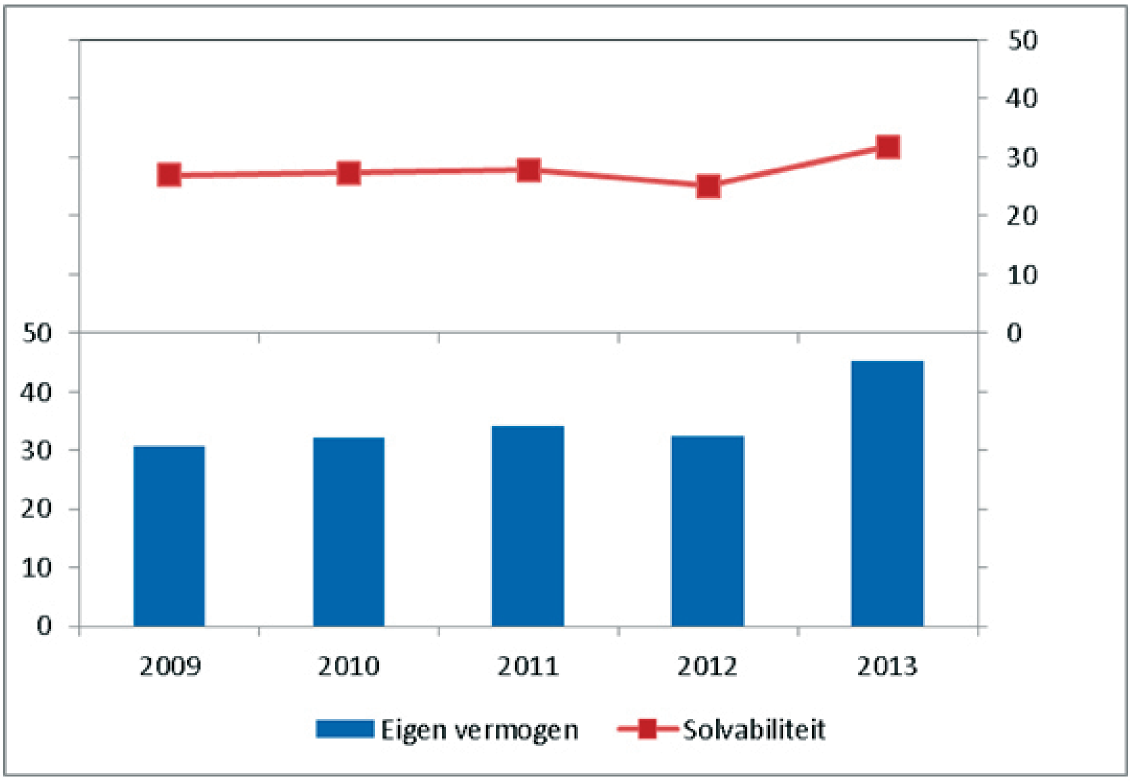
De hiervoor besproken verbetering van de volkshuisvestelijke solvabiliteit van de sector in 2013 gaat gepaard met een positief jaarresultaat van € 12,5 miljard. Dat is € 13,9 miljard meer dan in 2012, toen het jaarresultaat - € 1,4 miljard bedroeg. De sterke verbetering van het resultaat ten opzichte van 2012 hangt vooral samen met de toename van de (niet gerealiseerde) waardeverandering[5] van het vastgoed (van - € 2,1 miljard in 2012 naar € 9,5 miljard in 2013) en de daling van de onrendabele investeringen door een beperking van de investeringsprogramma's bij corporaties (van - € 3,6 miljard in 2012 naar - € 1,4 miljard in 2013). Op basis van de ingediende prognosegegevens 2014 - 2018 verwacht de sector de komende vijf jaar € 26,7 miljard uit te geven aan nieuwbouw, aankoop en verbetering. In 2012 was dat € 30,3 miljard voor eveneens vijf jaar.

Bij waardering tegen marktwaarde bedraagt het jaarresultaat € 1,5 miljard. Het voornaamste verschil met de volkshuisvestelijke resultatenrekening betreft de (niet gerealiseerde) waardeverandering van het vastgoed. Bij marktwaarde bedraagt de waardeverandering van het bezit - € 1,4 miljard en bij de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde € 9,5 miljard. De negatieve waardeverandering bij marktwaarde hangt samen met de prijsontwikkelingen op de koopwoningmarkt in 2013. In samenhang met deze ontwikkeling is de toename van het eigen vermogen op de marktwaardebalans aanzienlijk lager (€ 1,7 miljard) dan op de volkshuisvestelijke balans (€ 12,8 miljard).

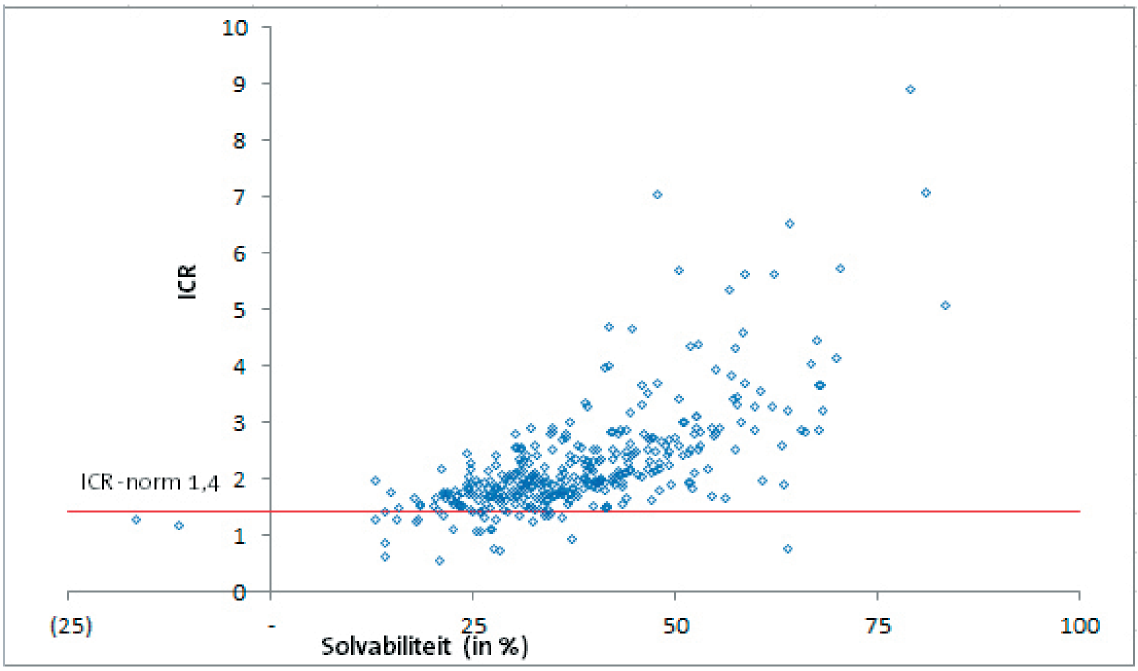
De sectorale ICR verbeterde in 2013 tot 1,83 (2012: 1,75). Deze ratio laat zien dat de sector als geheel goed in staat is om de renteverplichtingen te voldoen uit de operationele kasstroom (voor renteverplichtingen). Wel is er op individueel corporatieniveau sprake van een flinke spreiding. Voor enkele corporaties geldt dat de ICR lager is dan de individuele grenswaarde van 1,4.
Ook de solvabiliteit verschilt sterk tussen individuele corporaties. De grenswaarde voor de solvabiliteit is afhankelijk van het individuele risicoprofiel dat is gebaseerd op de intensiteit van de programmering en de mate van marktconformiteit in de geraamde kasstromen. De hoogte van de ICR en de solvabiliteit (niet alleen op het verslagmoment, maar ook in de prognose) kunnen onder meer reden zijn om bij een individuele corporatie op te schalen in het toezichtregime van CFV. Deze spreidingsfiguur van individuele corporaties (grafiek 2) laat zien dat er op de balansdatum corporaties zijn die onder de minimum waarde voor ICR uitkomen en/ of een lage solvabiliteit hebben. Deze signaleringen zijn aanleiding voor een financieel onderzoek.

5. De resultante van de raming van hogere exploitatiekasstromen voor de toekomst.

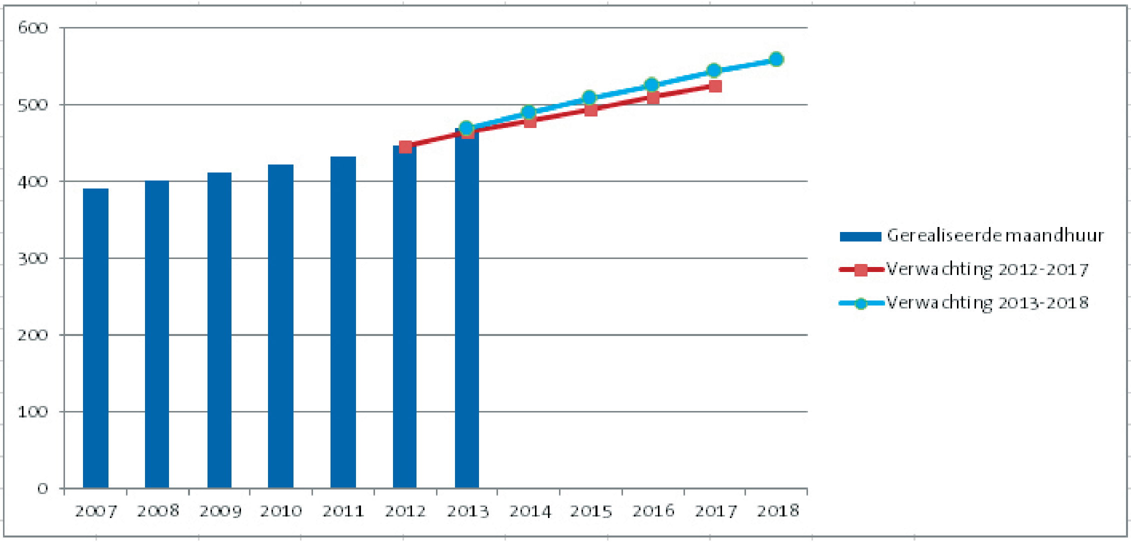
Grafiek 1 Ontwikkeling volkshuisvestelijk vermogen (x € 1 miljard) en solvabiliteit (%)



Grafiek 2 Spreiding solvabiliteit en ICR in 2013



Grafiek 3 Ontwikkeling maandhuur zelfstandige woningen (x € 1,-)



Grafiek 3 laat de sterke huurontwikkeling van zelfstandige huurwoningen zien in de afgelopen jaren. Ook wordt de verwachte huurgroei van deze woningen inzichtelijk op grond van de huurparameters in de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde ultimo 2012 en ultimo 2013. Het verschil in verwachte stijging tussen de opgave bij verslagjaar 2012 en verslagjaar 2013 is zichtbaar gemaakt in grafiek 3. Toekomstige effecten van (des)investeringen zijn niet inbegrepen.

Commerciële activiteiten (koop en deelnemingen) blijven verlieslatend en exploitatie niet-Daeb genereert geen marktconform rendement

De resultaten op de ontwikkeling van koopwoningen (verkocht en onverkocht) en het resultaat op deelnemingen is ook in 2013 per saldo negatief voor de sector. Totaal is er in 2013 op deze activiteiten circa € 170 miljoen verlies geleden. Het aantal verbindingen neemt licht af en de omvang van de financiële relaties met de verbindingen daalt eveneens licht.

Als gevolg van de cumulatieve verliezen (€ 1,1 miljard) in verbindingen is de kapitaalinbreng van € 1,5 miljard inmiddels grotendeels verdampt. Het direct rendement op het niet-Daeb-bezit is (nog steeds) niet marktconform. Corporaties hebben bij de verantwoording van de gerealiseerde kasstromen over het verslagjaar 2013 aangegeven welke toegerekend kunnen worden aan de niet-Daeb-exploitatie. Indien deze toedeling wordt aangehouden ontstaat een direct rendement van slechts 3,4%, terwijl circa 4,5% als marktconform wordt gehanteerd. In de aanloop naar de administratieve en juridische scheiding ligt op dit punt nog een uitdaging. Enerzijds door een strakkere toerekening van kosten en anderzijds door kosten en opbrengsten beter te laten aansluiten op marktconforme parameters.

Scheiding Daeb en niet-Daeb brengt ook risico's met zich mee

In de Herzieningswet en de daaraan gekoppelde Novelle is bepaald dat corporaties onderscheid dienen te gaan maken tussen Daeb- en niet-Daeb-activiteiten. Dit hangt samen met de uitwerking van het EU-besluit uit 2009 over staatssteun in de corporatiesector. De Daeb-activiteiten of kerntaken komen in aanmerking voor staatssteun. Deze wordt onder meer gegeven in de vorm van het rentevoordeel dat corporaties verkrijgen op leningen, wanneer deze worden geborgd door WSW, met achtervang van het Rijk en gemeenten. Eventuele niet-Daeb-activiteiten dienen zonder staatssteun of kruissubsidiering uitgevoerd te worden. Bij implementatie van de wet dienen corporaties tenminste over te gaan op een administratieve scheiding van Daeb- en niet-Daeb-activiteiten.

Het uitgangspunt in de Novelle en de daarop gebaseerde proeve van AMvB is dat de niet-Daeb-activiteiten in de toekomst commercieel gefinancierd dienen te worden. Dat geldt voor alle niet-Daeb-nieuwbouwprojecten en op termijn ook voor de al bestaande niet-Daeb-activiteiten. Deze transformatie wordt gefaciliteerd met een overgangsperiode, waarin de Daeb-tak een interne lening tegen marktconforme voorwaarden (met een aflossingsschema) kan verstrekken aan de niet-Daeb-tak. Het is nog de vraag of het de corporaties lukt om vervolgens de interne leningen af te bouwen door commerciële leningen te gaan aantrekken. Indien de aflossing van de interne lening financieel niet mogelijk is, dan kan het aflossingsschema van de interne lening worden aangepast.

Verder biedt de proeve van de AMvB de faciliteit om de verkoopopbrengsten in de Daeb-tak, na aftrek van de daarmee gemoeide financiering[6], aan te wenden als financieringsbron voor niet Daeb-investeringen indien commerciële financiering niet mogelijk blijkt te zijn. Vanuit het oogpunt van staatssteun kan een structureel blijvende financiering van de niet-Daeb-tak door de Daeb-tak een risico zijn. Zeker als de niet-Daeb-tak een substantieel volume heeft. Een ander risico dat als gevolg van deze transformatie kan optreden, is dat toekomstige problemen in de niet-Daeb-tak (bijvoorbeeld herfinanciering van commerciële leningen) een terugslag op de Daeb-tak kunnen hebben. De vormgeving van de scheiding moet voorkomen dat problemen in de niet-Daeb-tak opgelost moeten worden door het (indirect) verstrekken van geborgde financiering dan wel saneringssteun voor de niet-Daeb-tak.

Aandeel niet-Daeb neemt sterk toe

In 2013 is het aandeel van niet-Daeb-activiteiten toegenomen. Het percentage niet-Daeb-woongelegenheden groeide van 3,1% in 2012 naar 3,9% in 2013. De marktwaarde van het niet-Daeb-bezit groeide met € 3,0 miljard tot € 16,9 miljard in 2013. De marktwaarde van het Daeb-bezit bleef vrijwel gelijk. Deze substantiële toename van het niet-Daeb-bezit wordt voornamelijk veroorzaakt door de overgang van huurwoningen van Daeb naar niet-Daeb als gevolg van huurprijs-ontwikkeling: harmonisatie bij mutatie en de jaarlijkse inkomensafhankelijke huurverhoging. Verder hebben ook nieuwbouw, aankoop, verbetering en sloop effect op de groei van het niet-Daeb-bezit.

6. De proeve van de AMvB kent hierbij nog één restrictie, dat de omvang van de op deze wijze beschikbaar komende financiering niet hoger mag zijn dan de winst op basis van de W&V van de Daeb-tak (op basis van marktwaarde).

Het aandeel niet-Daeb in de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde steeg van 12,7% naar 13,5%. Gewaardeerd tegen marktwaarde is het aandeel lager, al is ook daar sprake van groei (van 6,3% naar 7,6%). Opvallend is verder dat voor het niet-Daeb-bezit de marktwaarde van € 16,9 miljard vrijwel gelijk is aan de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde (€ 16,6 miljard). Dit geldt niet voor het Daeb-bezit, waar de marktwaarde circa twee maal zo hoog is als de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde. Het risicoprofiel van niet-Daeb-bezit gewaardeerd tegen de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde is daarom aanzienlijk hoger dan het risicoprofiel van Daeb-bezit. Immers, de ruimte voor opwaarts potentieel is beperkt.

De waardestijging van het niet-Daeb-bezit naar bijna € 17 miljard (marktwaarde) gaat niet gepaard met een toename van de commerciële leningen van corporaties. Die blijven in omvang beperkt tot circa € 0,8 miljard. De commerciële leningportefeuille is vrijwel gelijk aan 2012. De overgang van Daeb naar niet-Daeb als gevolg van het huurbeleid roept niet direct extra financieringsbehoefte op. Voor zover de groei van niet-Daeb-activiteiten (inclusief grond en koopprojecten) een tijdelijke of structurele financieringsbehoefte oproept, kan een corporatie een beroep doen op het eigen middelen beleid van WSW. Wanneer aan de geldende criteria wordt voldaan, kan de corporatie verkoopopbrengsten van Daeb-bezit gebruiken voor de financiering van niet-Daeb-activiteiten.

Met de invoering van de nieuwe woningwet verandert deze praktijk. Voor nieuwe activiteiten is dan direct commerciële financiering benodigd.

Voor bestaande niet-Daeb-activiteiten dient na de start de interne lening te worden afgebouwd. Dit transformatietraject dient zorgvuldig vormgegeven te worden om hierbij optredende risico's zo goed mogelijk te beheersen. Indien de scheiding op basis van de jaarcijfers 2013 in beeld wordt gebracht (feitelijke scheiding vindt pas plaats na inwerkingtreding van de wet), bedraagt het eigen vermogen van de niet-Daeb-tak € 12,5 miljard en de interne lening (lening uitgeleend geld voor de niet-Daeb-tak) € 8,2 miljard. Tezamen is dit € 20,7 miljard die door de Daeb-tak wordt gefinancierd. Dat is 91% van het balanstotaal van € 22,7 miljard van de niet-Daeb-tak. Het is de verwachting van CFV dat de omvang van de interne lening bij de feitelijke scheiding hoger uitpakt. Deze verwachting is gebaseerd op de toenemende omvang van de niet-Daeb-tak als gevolg van de effecten van het huurbeleid en de mogelijke overheveling van Daeb-woningen naar niet-Daeb bij scheiding.

Risico's vanwege onterechte overcompensatie

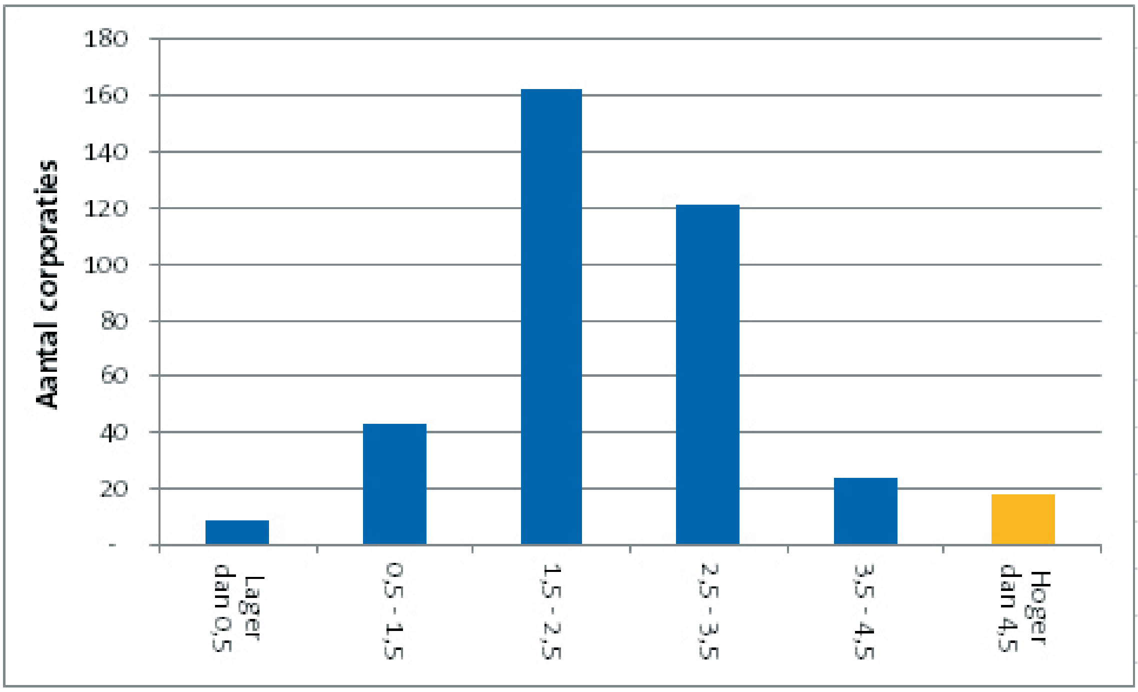
Corporaties krijgen voor Daeb-activiteiten staatssteun omdat de exploitatie van dit bezit normaal gesproken geen marktconform rendement oplevert. In de proeve van de AMvB is uitwerking gegeven aan dit onderdeel. CFV heeft deze spelregels toegepast op de cijfers uit 2013. Hierbij is allereerst het direct rendement op het vastgoed in beeld gebracht aan de hand van de gerealiseerde kasstromen. Daarnaast is met dezelfde kascijfers het direct rendement op eigen vermogen in beeld gebracht. De cijfers zijn negatief beïnvloed door de saneringsbijdrage die in 2013 is geïnd.

Op basis van deze analyse zijn er corporaties die een hoger rendement maken dan in de proeve van de AMvB is aangegeven als grenswaarde voor het recht op staatssteun. De komende jaren neemt het gemiddelde direct rendement naar verwachting licht toe. Twee tegengestelde bewegingen zijn van invloed. Enerzijds verbetert de kernexploitatie (huur minus onderhoud en beheerkosten) en anderzijds ontstaat een drukkend effect vanwege de toename van de verhuurderheffing. Op het niveau van individuele corporaties zal dit naar verwachting geen gelijkmatig patroon geven.

Uit grafiek 4 blijkt dat er vijftien corporaties zijn met in totaal circa 110.000 eenheden die meer dan 4,5% rendement maken.

Dit illustreert dat de vormgeving van de toets op overcompensatie voor individuele corporaties van belang is. Bij de definitieve vormgeving is het tevens van belang, heldere spelregels met betrekking tot de afbakening Daeb en niet-Daeb, de toerekening van kosten en het toezien op niet efficiënte bedrijfsvoering te formuleren. Het risico bestaat immers dat bij de toedeling van kosten het niet-Daeb-bezit wordt ontzien waardoor er (perverse) hogere kosten worden toegerekend aan het Daeb-bezit en het direct rendement zich dus vooral niet te positief ontwikkelt.

Grafiek 4 Spreiding direct rendement (geel is overcompensatie)

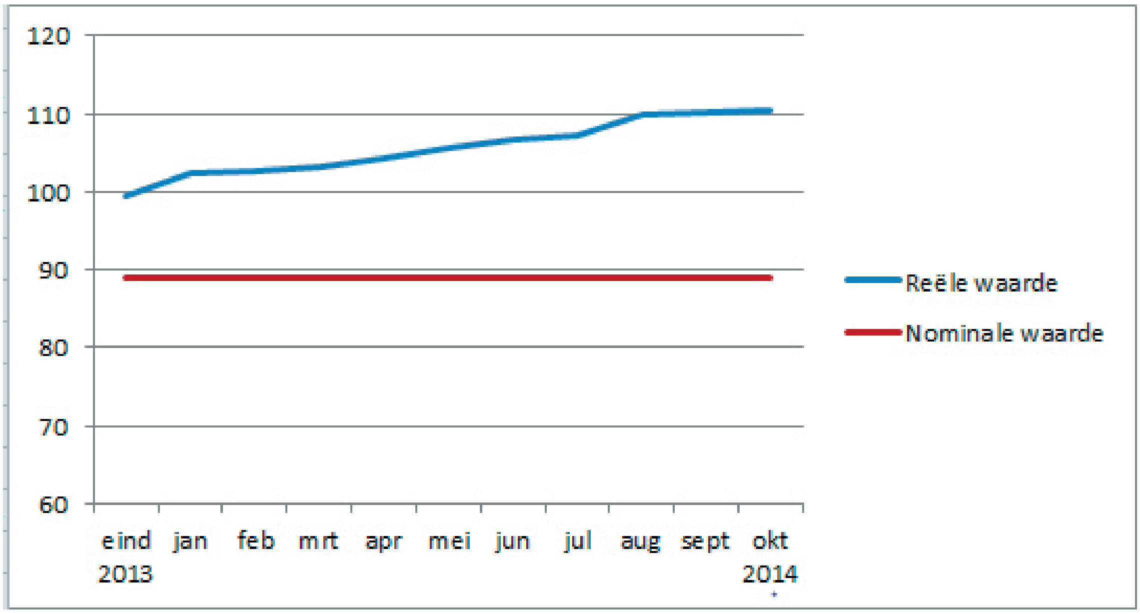


Renterisico's

De afgelopen jaren hebben geleerd dat lage rente niet altijd gunstig is voor de individuele corporatie. CFV heeft sinds de implementatie van de derivatenregelgeving verschillende stresstesten uitgevoerd.
De lage rente en de kans op verdere rentedaling noodzaakt corporaties (met derivaten) om forse liquiditeitsbuffers aan te (gaan) houden vanwege margin-callverplichtingen. De afbouw van derivaten kan noodzakelijk zijn, maar gelet op de huidige marktrente en de daarmee gepaard gaande negatieve marktwaarde van de derivaten, ook een hoge prijs vergen.
Een hiermee samenhangend fenomeen dat in de corporatiesector nog onvoldoende wordt onderkend, is dat de marktwaarde van de leningportefeuille zeer volatiel is. Bij elke procentpunt mutatie van de rente beweegt de marktwaarde mee. Bij rentedaling neemt de waarde van de lening toe. Wanneer corporaties hun vastgoedstrategie ingrijpend willen wijzigen vanwege financiële problemen, kan een negatieve marktwaarde van de leningen zeer grote materiële effecten hebben. Indien aan vastgoed verbonden financiering bij verkoop moet worden afgelost, dan dient de lening tegen marktwaarde te worden afgerekend. Ook kan marktconform afrekenen nodig zijn wanneer verkoop van vastgoed tot gevolg heeft dat de corporatie overgefinancierd raakt.
Van belang is dat corporaties rekening houden met deze effecten.
Daarnaast maakt het duidelijk dat de condities van een leningportefeuille (bijvoorbeeld de rentevaste periode) redelijk moeten aansluiten bij de karakteristieken van de vastgoedportefeuille. Dit mitigeert het risico dat bij koerswijzigingen, zoals het onder druk van financiële problemen afstoten van vastgoed, onaangename verrassingen gaan optreden.

De lage (reële) rente van de afgelopen jaren heeft de sector ook veel voordelen gebracht zoals een stabilisering van de rentelasten in de afgelopen jaren. Tegelijkertijd is de kernexploitatie verbeterd. Beide hebben een belangrijke bijdrage geleverd aan de verbetering van de financiële positie.
In de individuele financiële beoordelingen en ook in de meerjarenverkenning houdt CFV rekening met een toename van de rente naar het niveau van de sectorale parameters (5%). Daarnaast is in samenspraak met WSW de ICR-ratio zowel qua definitie als norm aangescherpt. Dit creëert voldoende marge wanneer de rente zich ontwikkelt naar het evenwichtsniveau dat in de sectorparameters is vastgelegd.

Grafiek 5 Waarde leningenportefeuille (x € 1 miljard)



In grafiek 5 is weergegeven hoe de marktwaarde van de leningportefeuille ultimo 2013 varieert met de ontwikkeling van de lange rente in de periode 1 januari 2014 tot en met 31 oktober 2014. Het gaat direct om miljarden aan waarde fluctuatie.

Meerjarenverkenning 2014-2023

Omdat corporaties geen marktconform rendement (4,5%) genereren, dient de ontwikkeling van het eigen vermogen (op basis van marktwaarde) nader te worden geanalyseerd, alvorens een conclusie over de ontwikkeling kan worden getrokken. Twee belangrijke vragen staan hierbij centraal:

1. Welke bijdrage levert het direct rendement op het eigen vermogen aan de vermogensontwikkeling?
2. Welke bijdrage levert het indirect rendement aan de vermogensontwikkeling?

De ontwikkeling van het eigen vermogen kent drie dragers: (i) het direct- en (ii) indirect rendement op eigen vermogen en (iii) de Vpb. Juist vanwege het niet marktconforme rendement is het belangrijk om inzicht te krijgen of het direct rendement (uitdrukking van de exploitatie- en rentekasstromen) hoger is dan de inflatie. Indien deze lager is, treedt namelijk uitholling van het eigen vermogen op.
Het indirect rendement op het eigen vermogen is de resultante van (des) investeringen en de positieve waardeontwikkeling van de bestaande portefeuille. Indien de positieve eigen vermogensontwikkeling voornamelijk is gebaseerd op het indirect rendement dan betekent dit dat deze ontwikkeling voornamelijk leunt op de geraamde toekomstige marktkasstromen.

De structurele hoogte van het direct rendement is van wezenlijke invloed op de sectornorm voor solvabiliteit (op basis van marktwaarde). Een laag direct rendement vereist een hogere solvabiliteitsnorm en bij een hoog direct rendement kan een lagere solvabiliteitsnorm worden gehanteerd. Het basisscenario laat op basis van marktwaarde rekening houdend met de hiervoor geschetste context, acceptabele ratio's zien. Het gemiddelde direct rendement over de tienjaarsperiode bedraagt 2,4%. Het indirect rendement bedraagt gemiddeld over de tienjaarsperiode 1,5%. De Vpb heeft een negatief effect op de vermogensontwikkeling en bedraagt gemiddeld -0,4%. Gemiddeld neemt het vermogen, op basis van marktwaarde, jaarlijks toe met 3,5%.

Bij twee van de drie gevoeligheidsanalyses ontstaat ook bij marktwaardering het beeld dat het door de sector voorgenomen programma niet geheel uitvoerbaar is. De grenzen van de sectorale continuïteit worden, net als bij waardering tegen volkshuisvestelijke exploitatiewaarde, bereikt.

Het basisscenario uitgesplitst naar de drie woningmarktregio's laat zien dat er differentiatie is, maar dat deze beperkt is en niet tot continuïteitsvraagstukken op regioniveau leidt.

CFV publiceert twee balansen, een volkshuisvestelijke balans en een marktwaardebalans. Hieronder staat een korte samenvatting van de ontwikkelingen die CFV ziet met betrekking tot deze balansen. In de vervolg paragrafen wordt de balans uitgediept.

2

Balans 2013

CFV publiceert twee balansen, een volkshuisvestelijke balans en een marktwaardebalans. Hieronder staat een korte samenvatting van de ontwikkelingen die CFV ziet met betrekking tot deze balansen. In de vervolg paragrafen wordt de balans uitgediept.

Volkshuisvestelijke balans: positieve ontwikkeling

CFV constateert een positieve ontwikkeling van de financiële positie van de sector. De aanzienlijke toename van het eigen vermogen en de solvabiliteit in de sector is op zich gunstig voor de financiële stabiliteit. Dit beeld wordt in hoge mate bepaald door de inschattingen die corporaties maken met betrekking tot de belangrijkste verhuurexploitatiekasstromen (huur, onderhoud en beheerkosten) in de resterende exploitatieperiode. In vergelijking met vorig jaar hebben corporaties in hun beleidsvoering beter rekening kunnen houden met de kaders die in het woonakkoord zijn gesteld (verhoging verhuurderheffing, verruiming van het huurbeleid en een verhoging van het budget voor de huurtoeslagregeling). De waardeanalyse laat zien dat het grootste deel van de verhuurderheffing vorig jaar al in de waardering was verwerkt.

De beleidsaanpassingen van corporaties (vooral huurgroei en lastenbeperking) leiden dit jaar tot een groei van de vastgoedwaarde. Ondanks de sterke verbeteringen op sectoraal niveau zijn er ook corporaties die extra aandacht verdienen in verband met financiële problemen. Deze corporaties staan bij CFV onder verscherpt toezicht of bevinden zich in een sanering. Bij de corporaties onder verscherpt toezicht is de primaire inzet dat zij door sterke beleidsaanpassingen op eigen kracht groeien naar een positie die financieel voldoende robuust is. Bij corporaties met een goedgekeurd saneringsplan draagt de sector via de saneringsbijdrage bij aan financieel herstel.

Tegelijkertijd constateert CFV ook een toename van de risico's op sectorniveau. Deze houden verband met de verwachtingen van corporaties, dat de basis vormen van de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde. Het is de vraag in hoeverre deze verwachtingen daadwerkelijk worden gerealiseerd. De volkshuisvestelijke exploitatiewaarde is gevoelig voor veranderingen in beleid (zowel bij corporaties als bij het Rijk) en marktontwikkelingen. Deze analyse is reden om de sectorale solvabiliteitsbuffer te verhogen van 22,5% naar 25%.

Marktwaardebalans: bescheiden groei

De sectorale marktwaardebalans laat een bescheiden groei van eigen vermogen en solvabiliteit zien. De groei van het eigen vermogen is vooral gerelateerd aan het directe exploitatieresultaat. Het eigen vermogen op basis van marktwaarde krijgt meer reliëf door naast de solvabiliteit ook het direct rendement op eigen vermogen te beschouwen. Het direct rendement komt uit op 2,4% bij een solvabiliteit van 57,4%.

De groei en verder verwachte toename van het niet-Daeb-segment gaat tot op heden gepaard met een stabilisatie van de commerciële leningen. Wanneer de huidige ontwikkelingen doorzetten en bij de scheiding (administratief dan wel juridisch) een aanvullende overdracht van Daeb-woningen naar de niet-Daeb-tak plaatsvindt, zal de omvang van de interne lening nog aanmerkelijk hoger uitvallen dan de € 8,2 miljard op basis van de cijfers 2013. Gezien de doelstelling van de minister om de financiering met vreemd vermogen van de niet-Daeb-tak uiteindelijk structureel met commerciële leningen te laten plaatsvinden, vergroot dit de opgave in de periode na scheiding om de interne lening af te kunnen bouwen. De inrichting van het stelsel dient op deze ontwikkelingslijn te zijn afgestemd.

Leningen: relatief stabiel

In nominale zin is de omvang van het vreemd vermogen van de sector als geheel relatief stabiel. Dit is een resultante van de operationele en (des) investeringskasstromen in 2013. Deze laten zien dat de investeringen in balans zijn met de operationele- en de desinvesteringskasstroom.

De groei van de rentabiliteitswaardecorrectie laat zien dat het gemiddeld renteprofiel van de leningen nog wat lager is geworden. De € 10,5 miljard hogere marktwaarde van de lening toont dat de leningportefeuille wel een hogere rente heeft dan de actuele rente op balansmoment. Deze marktwaarde is overigens verre van stabiel. Deze is afhankelijk van actuele rentetarieven. Dit kan een risico vormen bij de vervroegde aflossing van leningen. De daling van de loan-to-value in 2013 illustreert de ontwikkeling met betrekking tot de schuld en vastgoedwaarden.

Historisch gezien staat de rente momenteel op een laag niveau. Dit levert het voordeel op dat corporaties relatief goedkoop financiering aan kunnen trekken. Tegelijkertijd bestaat het risico dat corporaties in de toekomst bij het aantrekken van (her)financiering worden geconfronteerd met een hoger rentepercentage. De financieringslasten zullen dan toenemen, waardoor corporaties duurder uit zijn. De huidige ratio's (vooral solvabiliteit en ICR) en het te voeren treasurybeleid moeten een waarborg bieden dat de corporaties ook op de lange termijn aan hun financiële verplichtingen kunnen voldoen.

Tabel 1 Balans (x € 1 miljoen)

	Volkshuisvestelijke balans		Marktwaarde-balans		Na splitsing	
	Sector totaal		Sector totaal		Daeb	Niet-Daeb
	2012	2013	2012	2013	2013	2013
Activa						
Materiële vaste activa	**120.069**	**132.194**	**229.959**	**231.692**	**214.345**	**17.347**
Immateriële vaste activa		23	23	23	0	23
Onroerende zaken in exploitatie totaal	108.946	122.744	219.113	222.242	205.352	0
Onroerende zaken in exploitatie Daeb	*95.095*	*106.168*	*205.268*	*205.352*	*205.352*	*0*
Onroerende zaken in exploitatie niet-Daeb	*13.851*	*16.576*	*13.845*	*16.890*	*0*	*16.890*
Onroerende zaken in ontwikkeling	4.030	2.107	3.615	2.107	1.791	316
Onroerende en roerende zaken ten dienste van de exploitatie	1.586	1.520	1.586	1.520	1.402	118
Onroerende zaken verkocht onder voorwaarden	5.507	5.800	5.622	5.800	5.800	0
Financiële vaste activa	**2.419**	**4.050**	**3.799**	**4.282**	**21.982**	**2.980**
Deelnemingen	787	1.253	1.604	1.485	12.504	1.485
Overige financiële vaste activa	1.633	2.797	2.194	2.797	1.302	1.495
Lening u/g vanuit Daeb aan niet-Daeb					8.176	0
Vlottende activa	**7.015**	**6.529**	**7.015**	**6.528**	**4.122**	**2.407**
TOTAAL ACTIVA	**129.503**	**142.773**	**240.773**	**242.504**	**240.449**	**22.735**
Passiva						
Eigen vermogen	**32.439**	**45.256**	**137.359**	**139.082**	**139.082**	**12.504**
Voorzieningen	**2.039**	**2.585**	**2.824**	**2.585**	**2.254**	**331**
Langlopende schulden	**85.118**	**86.491**	**90.684**	**92.396**	**91.588**	**8.984**
Leningen overheid en kredietinstellingen	78.319	79.876	83.885	85.781	84.973	808
Lening o/g aan niet-Daeb vanuit Daeb					0	8.176
Overige schulden en waarborgsommen	1.198	773	1.198	773	773	0
Verplichtingen voor onroerende zaken verkocht onder voorwaarden	5.600	5.842	5.600	5.842	5.842	0
Kortlopende schulden	**9.906**	**8.441**	**9.906**	**8.441**	**7.525**	**915**
TOTAAL PASSIVA	**129.503**	**142.773**	**240.773**	**242.504**	**240.449**	**22.735**
Solvabiliteit	**25,0%**	**31,7%**	**57,0%**	**57,4%**	**57,8%**	**55,0%**

2.1 Volkshuisvestelijke balans

De volkshuisvestelijke balans is gebaseerd op de waarderingsgrondslag die CFV gebruikt in de financiële beoordeling: de volkshuisvestelijke (vhv) exploitatiewaarde. Deze waarde is gelijk aan de contante waarde van de te verwachten kasstromen uit de verhuurexploitatie van het bezit. De marktwaardebalans is gebaseerd op een inschatting van de marktwaarde in verhuurde staat van het vastgoed in exploitatie[7]. Tabel 1 geeft een overzicht van beide balansen.

Het verschil in de waarde wordt verklaard door:

- een meer marktconforme exploitatie dan bij corporaties gebruikelijk is;
- het meenemen van de leegwaarde van de woning in de waardering wanneer deze vrijkomt.

Door verschillen in berekeningswijze (bijvoorbeeld verschillen in disconteringsfactor en niet meenemen van verkoopkasstromen in de vhv-exploitatiewaarde) is het verschil van € 100 miljard niet zonder meer te duiden als de maatschappelijke inzet van corporaties. Het verschil tussen marktconforme kasstromen en de door de corporatie bepaalde kasstromen leent zich beter voor een analyse met betrekking tot de maatschappelijke inzet van corporaties.

Scherpe toename volkshuisvestelijke exploitatiewaarde, balanstotaal en eigen vermogen

Het volkshuisvestelijke balanstotaal is in 2013 met € 13,3 miljard toegenomen tot € 142,7 miljard. Dit is een toename van circa 10%. Vooral de activapost onroerende zaken (grafiek 6) in exploitatie is verantwoordelijk voor deze toename (€ 13,8 miljard).

Aan de passivazijde neemt het eigen vermogen met € 12,8 miljard toe.

Nadere analyse laat zien dat corporaties sterker zijn gaan sturen op exploitatiekasstromen. De volgende posten zijn de belangrijkste oorzaken van de stijging van de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde:

- Het effect van de voorziene huurverhogingen (€ 6,6 miljard).
- De reductie van onderhouds- en beheerlasten (€ 6,3 miljard).
- De verlenging van de levensduur (€ 2,3 miljard).

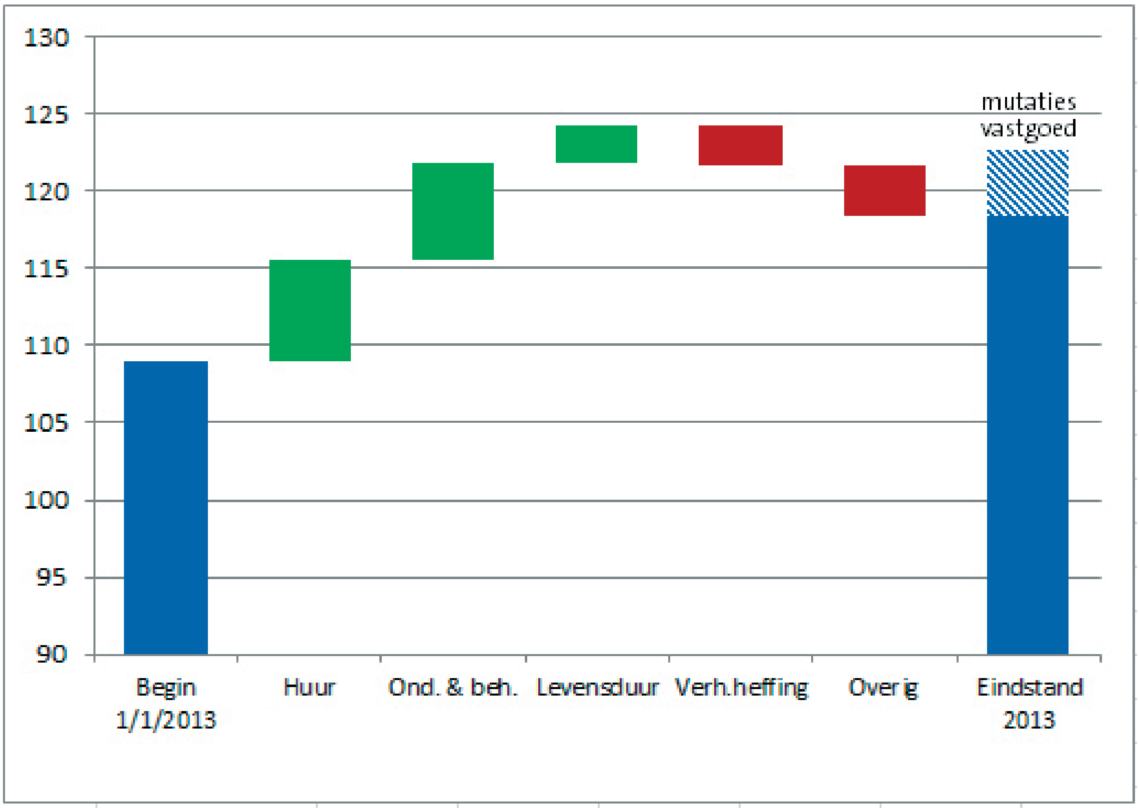
De contante waarde van de verhuurderheffing heeft een negatieve impact op de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde. In 2012 bedroeg deze € 18,4 miljard negatief. In 2013 komt daar € 2,6 miljard bij. Dit additionele effect wordt veroorzaakt door:

- het hogere tarief dat in de wet is opgenomen en;
- de gunstigere inschatting van de WOZ-waardeontwikkeling ten opzichte van 2012.

De post overig, waaronder woningverbetering, overige inkomsten en autonome ontwikkeling, heeft een omvang van circa - € 3,2 miljard. De mutaties in de vastgoedportefeuille (nieuwbouw, aankoop, sloop en verkoop) bedragen € 4,3 miljard.

7. De marktwaarde in verhuurde staat is het geschatte bedrag, waarvoor een object op de taxatiedatum zou kunnen worden overgedragen door een bereidwillige verkoper aan een bereidwillige koper (niet zijnde de huurder). Hierbij wordt uitgegaan van een marktconforme en zakelijke transactie, waarbij de partijen geïnformeerd, zorgvuldig en zonder dwang handelen.

Grafiek 6 Ontwikkeling onroerende zaken in exploitatie (x € 1 miljard)



Aan de passivazijde van de volkshuisvestelijke balans blijkt de schuldpositie van de sector nauwelijks veranderd. De rentabiliteitswaarde van de balanspost langlopende schulden bedraagt € 80,6 miljard (exclusief de verplichtingen van de onroerende zaken die verkocht zijn onder voorwaarden). Het gevolg is dat het eigen vermogen van de sector aanzienlijk toeneemt tot € 45,3 miljard. Dit is een toename met 40%.

Naast deze ontwikkelingen valt op dat de post Onroerende zaken in ontwikkeling met € 1,9 miljard afneemt tot € 2,1 miljard.

Het grootste deel van deze afname (€ 1,5 miljard) wordt veroorzaakt door de krimpende investeringsportefeuille van de sector. Een klein deel (€ 0,4 miljard) is daarnaast gevolg van de andere gedragslijn die CFV met ingang van verslagjaar 2013 volgt bij deze balanspost (zie box aanpassing meetmethoden). De balanspost onroerende zaken in ontwikkeling hangt ook samen met de voorzieningen.
Ook deze post is beïnvloed door de andere gedragslijn (€ 0,8 miljard) en de teruggang in investeringsactiviteiten (- € 0,3 miljard).
De afgenomen investeringsbereidheid blijkt ook uit de door de corporaties opgegeven prognosegegevens voor de komende vijf jaar.

De corporatiesector verwacht in de periode 2014 - 2018 € 26,7 miljard uit te geven aan nieuwbouw, aankoop en verbetering. Vorig jaar werd voor de periode 2013 - 2017 nog € 30,3 miljard aan investeringen opgegeven. De stijging van de post financiële vaste activa met een bedrag van € 1,6 miljard wordt grotendeels veroorzaakt door wijziging in de methodiek van CFV met betrekking tot actieve belastinglatenties. De daling van de vlottende activa hangt samen met de terugloop van onderhanden werk en voorraden (koopwoningen en grond).

Box: aanpassing meetmethoden en uniformering data

Een aantal posten van de volkshuisvestelijke balans is met ingang van 2013 aangepast. Feitelijk komt deze wijziging neer op een gedeeltelijke synchronisatie van de volkshuisvestelijke balans met de reguliere balanspresentatie zoals in de marktwaardebalans. Na deze aanpassing[8] blijven er vier balansposten over waarin de volkshuisvestelijke en marktwaardebalans van elkaar afwijken. Dat zijn:

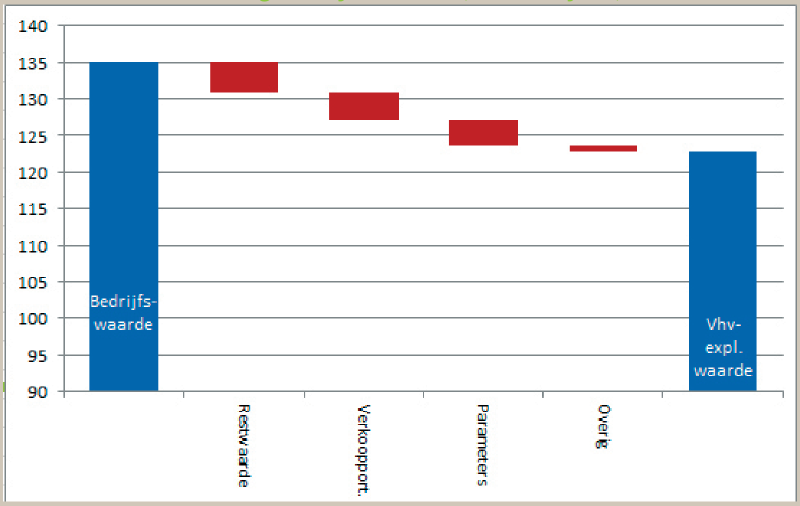
- materiële vaste activa in exploitatie;
- deelnemingen;
- leningen overheid en kredietinstellingen;
- als resultante het eigen vermogen.

CFV uniformeert[9] de door de corporatie op verschillende uitgangspunten aangeleverde bedrijfswaarde om te komen tot de waarderingsgrondslag volkshuisvestelijke exploitatiewaarde. De door de corporaties opgegeven bedrijfswaarde 2013 bedraagt in € 135 miljard. CFV heeft de opgegeven bedrijfswaarde neerwaarts bijgesteld met een bedrag van - € 12,2 miljard (2012: - € 26,8 miljard).

De grootste verschillen tussen opgegeven bedrijfswaarde en volkshuisvestelijke exploitatiewaarde ontstaan door correcties op de restwaarde (€ 4,1 miljard), de in de bedrijfswaarde opgenomen verkoopportefeuille (€ 3,7 miljard) en de post parameters (€ 3,7 miljard).

- Onder restwaarde verstaat CFV de waarde aan het eind van de exploitatieperiode,
- rekening houdend met de taakopdracht van corporaties.
- De correctie verkoopportefeuille heeft betrekking op de correctie van de uitpondwaarde van de in de eerstkomende vijf jaar te verkopen woningen.
- De derde post parameters komt voort uit uniformering van de (lange termijn) parameters en correctie van te sterke (boven inflatoire) stijgingen van de huur.

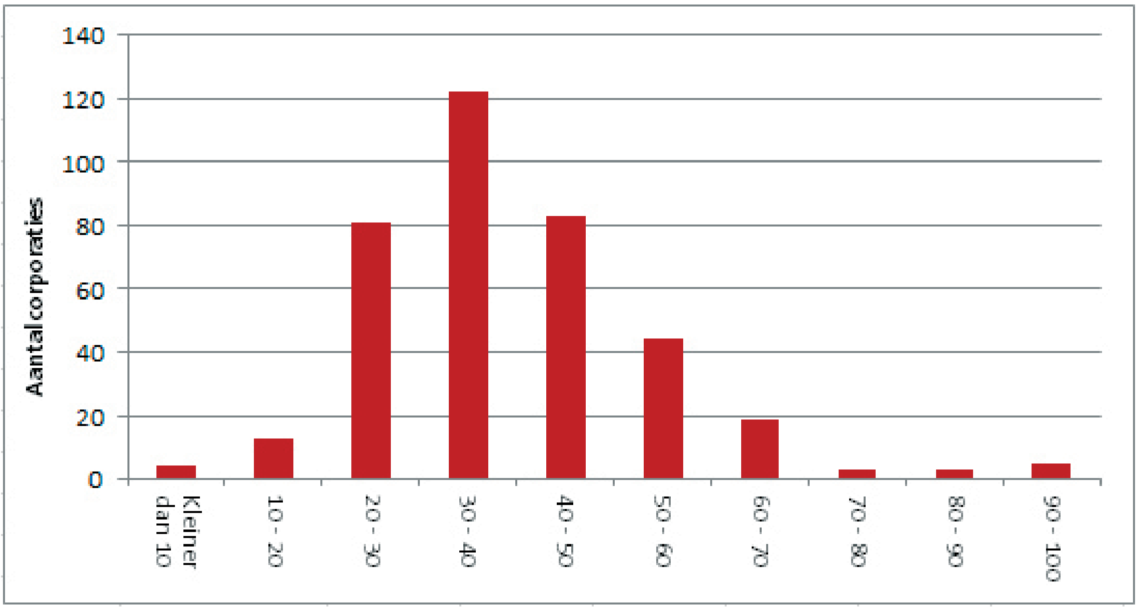
Grafiek 7 Uniformering bedrijfswaarde (x € 1 miljard)



8. Anders dan voorgaande jaren wordt de opgave van corporaties voor een aantal balansposten zonder correctie overgenomen. Het betreft de posten: immateriële vaste activa, materiële vaste activa in ontwikkeling, actieve belastinglatenties en voorzieningen vanwege onrendabele investering nieuwbouw huur. Per saldo heeft dit een licht negatief effect op de vermogenspositie van de sector.

9. In de beleidsregels van CFV is uitgewerkt hoe de transformatie van de opgegeven bedrijfswaarde naar de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde gestalte krijgt.

Grafiek 8 Spreiding percentage solvabiliteit



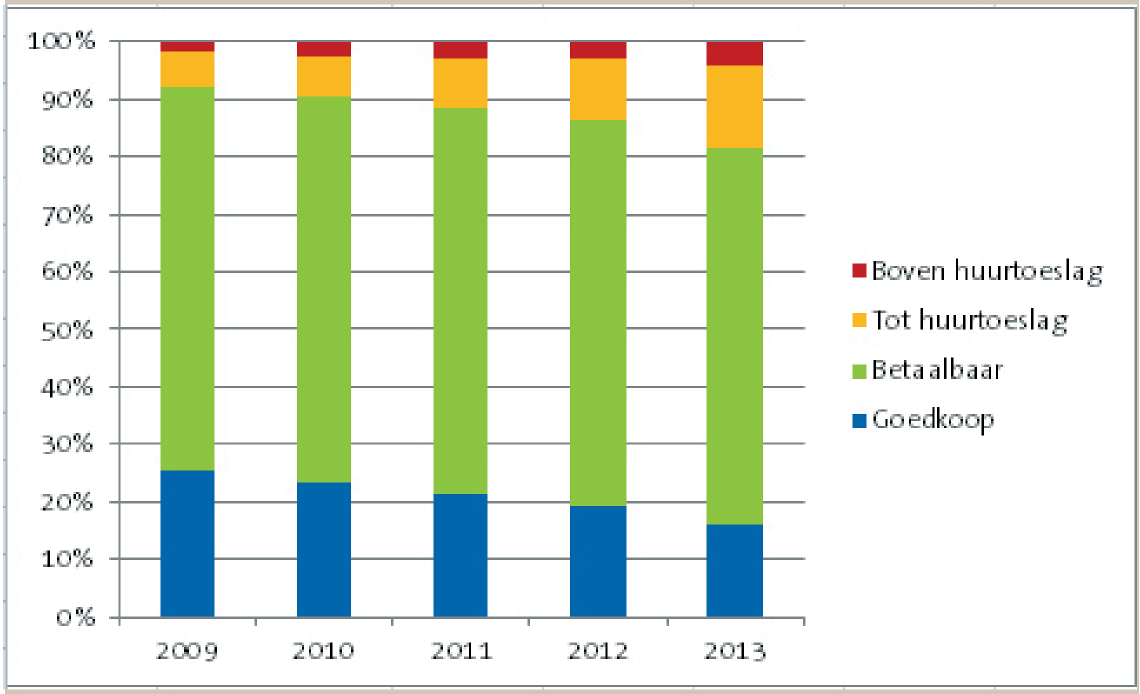
Sterke verbetering volkshuisvestelijke solvabiliteit

De volkshuisvestelijke solvabiliteit is aanzienlijk verbeterd in 2013. De toename bedraagt 6,7 %-punt en komt daarmee uit op 31,7%. Deze significante stijging wordt vooral verklaard door de sterke groei van de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde.

Indien de solvabiliteit van de individuele corporaties (grafiek 8) wordt vergeleken met het sectorgemiddelde dan blijkt dat de spreiding groot is.

Veruit het grootste deel van de corporaties beschikt over een solvabiliteit die tendeert naar het sectorgemiddelde. Dat geldt echter niet voor alle corporaties. Er zijn ultimo 2013 vier corporaties met in totaal 100.011 verhuureenheden met een negatieve solvabiliteit. Aan de andere zijde van het spectrum zijn er ook corporaties met een zeer hoge solvabiliteit.

Grafiek 9 Samenstelling woningvoorraad



Box: woningen

De kerntaak van woningcorporaties is het bouwen, beheren en verhuren van woningen. Al jaren bedraagt het aantal verhuureenheden 2,4 miljoen. In de afgelopen vijf jaar is het aantal huurwoningen in de sector in beperkte mate toegenomen. De jaarlijkse toename bedraagt circa 1.000 tot 5.000 verhuureenheden.

De gemiddeld resterende economische levensduur van het bezit is vrij stabiel in de sector. Met 23,5 jaar is deze nagenoeg gelijk aan vorig jaar (23,7 jaar). De ontwikkeling van de levensduur is de resultante van gerealiseerde (des)investeringen en bijstellingen in het portefeuillebeleid.

De prijssamenstelling van de huurwoningvoorraad bij corporaties verandert. Bij de onderverdeling van de voorraad in prijsklassen (goedkoop, betaalbaar, tot huurtoeslag en boven huurtoeslag) valt het op dat het aandeel van de duurdere categorieën toeneemt ten koste van de goedkopere. Deze dynamiek wordt deels verklaard door huurverhogingen. Daarnaast is ook het sloop- en investeringsbeleid van corporaties van invloed op de verschuivingen. Gezien de geraamde huurstijgingen zal de woningvoorraad goedkoop en betaalbaar de komende jaren verder afnemen. Daarbij blijft de vraag in hoeverre de hogere huren daadwerkelijk realiseerbaar zijn gegeven het feit dat de betaalbaarheid voor de primaire doelgroep verder onder druk komt te staan.

2.2 Marktwaardebalans

De marktwaardebalans geeft een overzicht van de bezittingen en de wijze van financieren, waarbij waardering van het vastgoed in exploitatie plaatsvindt tegen marktwaarde in verhuurde staat.
Het belang van de marktwaardebalans is dat hiermee de waarde van de bezittingen van corporaties in het economisch verkeer inzichtelijk wordt gemaakt.

Bescheiden verbetering solvabiliteit bij marktwaarde

Aan de activazijde van de marktwaardebalans nemen de onroerende zaken in exploitatie toe (€ 3,1 miljard). Deze toename komt bijna geheel voor rekening van het niet-Daeb-bezit van corporaties. In paragraaf 3.2.1 geven we nadere duiding aan deze ontwikkeling.
Het balanstotaal neemt met slechts € 1,7 miljard beperkt toe, door vooral de daling van de post onroerende zaken in ontwikkeling.

Aan de passivazijde van de balans vertaalt deze toename zich in een nagenoeg gelijke groei van het eigen vermogen. De nominale schuldpositie van de sector is stabiel.
Het saldo van de kortlopende en langlopende schulden bedraagt € 95 miljard (exclusief verplichtingen inzake onroerende zaken die onder voorwaarden zijn verkocht).
Bij marktwaarde waardering blijft de solvabiliteit van de sector met 57,4% nagenoeg gelijk aan 2012 (57,0%).

Daeb is de afkorting voor “Diensten van Algemeen Economisch Belang”. Deze term is afkomstig van de Europese Commissie, die staatssteun voor dergelijke activiteiten toestaat. In de Nederlandse huursector valt onder meer het verhuren van woningen met een huur lager dan de liberaliseringsgrens aan doelgroepen van beleid onder Daeb.
De verhuur van woningen met geliberaliseerde (hogere) huur is een niet-Daeb-activiteit.

Het onderscheid tussen Daeb en niet-Daeb is van belang voor de financiering. Voor de Daeb-activiteiten geldt de sectorspecifieke zekerheidsstructuur, waarbij corporaties toegang hebben tot goedkopere financiering door de borgstelling van WSW. De tarieven kennen een beperkte opslag ten opzichte van het rendement op (langlopende) staatsobligaties. Dit komt mede door de achtervangpositie van het rijk en de gemeenten in deze structuur.
Het verschil tussen de marktconforme rente op vastgoedleningen en de rente die corporaties betalen wordt als staatssteun gekwalificeerd.

De marktwaardebalans is ook gesplitst weergegeven in een Daeb-tak en een niet-Daeb-tak. Hiermee wordt vooruitgelopen op de scheiding tussen beide takken die is voorzien in de herziening van de woningwet.
Aan de activa zijde van de niet-Daeb-balans valt de toename van de post onroerende zaken in exploitatie niet-Daeb op (€ 3 miljard). Deze toename wordt voornamelijk veroorzaakt door huurstijgingen en harmonisatie in de bestaande woningvoorraad.

In aantallen is het niet-Daeb-segment in 2013 met 18.341 woongelegenheden toegenomen (2012: 7.138). De totale niet-Daeb-portefeuille komt daarmee op 93.858 woongelegenheden. In totaal bedraagt de marktwaarde van het niet-Daeb-bezit € 16,9 miljard. Hiervan heeft € 12,5 miljard betrekking op woongelegenheden en € 4,4 miljard op commercieel bezit.

Tegelijkertijd is de Daeb-voorraad in 2013 per saldo afgenomen met 16.225 woongelegenheden (2012: -6.105 woongelegenheden). Deze ontwikkeling is in lijn met het in de box over woningen geschetste beeld van een groeiend aandeel in de categorie duur boven huurtoeslaggrens.

Op basis van de door corporaties opgegeven huurverhogingen voor de komende jaren (2014-2018) verwacht CFV een verdere toename van de niet-Daeb-portefeuille van corporaties. Deze verwachting is mede gebaseerd op het versterkende effect dat optreedt als gevolg van de bevriezing van de liberalisatiegrens van woningen.

Aan de passiva zijde van de niet-Daeb-balans valt op dat de omvang van de commerciële leningen voor niet-Daeb-bezit constant blijft op circa € 0,8 miljard. De huidige uitwerking die wordt gegeven aan zekerheidsstructuur biedt geen prikkel om de groei van de niet-Daeb-portefeuille commercieel te financieren. Door middel van het eigen middelen beleid hebben corporaties die voldoen aan de ratio's van WSW de mogelijkheid om uit verkoopopbrengsten van Daeb-bezit niet-Daeb-investeringen te financieren. Door deze inzet van eigen middelen, zijn ze niet inzetbaar voor de financiering van Daeb-investeringen, dan wel voor de aflossing van geborgde financiering. De financieringsbehoefte als gevolg van niet-Daeb-investeringen heeft hiermee indirecte invloed op de ontwikkeling van het borgingsvolume. Overigens is de niet-Daeb-tak (cq. de waarde van het niet-Daeb bezit) maar beperkt gegroeid als gevolg van investeringen.

Box: creatie marktwaardebalans en scheiding

Van de 378 corporatie leveren er 39 gegevens aan op basis van marktwaarde in verhuurde staat. Het betreft voornamelijk grote corporaties met 35% van het sectoraal woongelegenheden. Voor het niet-Daeb-bezit wordt een groter aandeel op basis van marktwaarde in verhuurde staat gewaardeerd. Voor dit bezit hanteren meer corporaties waardering tegen marktwaarde. Achtergrond hierbij is de RJ213, die corporaties voor dit bezit slechts twee waarderingsmogelijkheden biedt:

- marktwaarde in verhuurde staat;
- de historische kostprijs.

Circa 85% van het niet-Daeb-bezit is gewaardeerd op marktwaarde. Het aandeel van het sectoraal bezit dat tegen marktwaarde wordt gewaardeerd is sterk toegenomen ten opzichte van vorig jaar. CFV heeft de aangeleverde marktwaardegegevens geanalyseerd. Deze analyse heeft de onderbouwing opgeleverd op basis waarvan CFV de waardering op basis van marktwaarde in verhuurde staat heeft bepaald voor de sector als geheel[10]. Omdat de waardering voor de overige balansposten niet of minder afhankelijk is van de door de corporatie gekozen waarderingsgrondslag zijn deze conform de opgave van de corporaties overgenomen.

10. Voor de categorieën bezit (huurwoningen, onzelfstandige woongelegenheden en niet-woongelegenheden) onderscheiden naar Daeb en niet-Daeb zijn rekensleutels gehanteerd die opgebouwd zijn uit een percentage van de WOZ-waarde en een aantal maal de huursom.

Scheiding Daeb versus niet-Daeb

Bij de splitsing tussen Daeb en niet-Daeb is de niet-Daeb-tak als 'deelneming'[11] opgenomen in de enkelvoudige Daeb-balans. Dit betekent dat de nettovermogenswaarde (het eigen vermogen van niet-Daeb-tak) onder de post deelnemingen is opgenomen. Daarnaast is, evenals vorig jaar, de door de TI 'verstrekte interne lening' als lening o/g op de Daeb-balans opgenomen. Beide posten zijn gegroepeerd onder de financiële vaste activa. Op deze wijze komt beter tot uitdrukking dat de Daeb-tak de drager is van het maatschappelijk gebonden vermogen. Door de saldering bij de bepaling van de nettovermogenswaarde verschilt het balanstotaal en de solvabiliteit van de Daeb-tak van de marktwaardebalans sector totaal. Het eigen vermogen is in beide balansen wel gelijk. De presentatiewijze van de niet-Daeb-tak is vergelijkbaar met de verantwoording van een afzonderlijke BV van een toegelaten instelling.

Op basis van de opgave van de corporaties is het vastgoed in exploitatie verdeeld naar Daeb en niet-Daeb. De andere activaposten zijn direct of op basis van een verdeelsleutel toegerekend aan Daeb of niet-Daeb. De systematiek hierbij is vergelijkbaar met voorgaande jaren. Wat betreft de voorzieningen en schulden is een vergelijkbare aanpak gehanteerd. De niet-Daeb-tak beschikt slechts in beperkte mate over ongeborgde leningen. De geborgde leningen zijn direct toegerekend aan de Daeb-tak. De schuldtoedeling is echter geen neerslag van de financieringsbehoefte die in beide takken in het verleden naar voren is gekomen. Veel niet-Daeb-activiteiten zijn direct of indirect met geborgde financiering tot stand gekomen. De financiering van de activa in de niet-Daeb-tak vindt naast de direct aanwezige schuld plaats vanuit de Daeb-tak. De verhouding tussen de kapitaalinbreng en het verstrekken van een interne lening is de resultante van de keuze om de niet-Daeb-tak te laten starten met een solvabiliteit van 55%.

Rekening houdend met het direct rendement dat de niet-Daeb-tak op het vastgoed kan maken, geeft dit een invulling aan de vereiste om te komen tot een 'gezonde en levensvatbare' exploitatie zoals opgenomen in de Novelle en de voorgestelde AMvB. Bij deze opstelling van de Daeb en niet-Daeb-balansen per ultimo 2013 is geen rekening gehouden met een extra overdracht van bezit naar niet-Daeb die op grond van corporatievoorstellen nog kan plaatsvinden.

Direct rendement

Bij de waardering van vastgoed tegen marktwaarde in verhuurde staat wordt uitgegaan van marktconform gedrag rekening houdend met de contractpositie op de balansdatum (bijvoorbeeld het huidige huurniveau). Anders dan bij de volkshuisvestelijke waardering wordt de marktwaarde niet beïnvloed door de beleidskeuzes van corporaties met betrekking tot de raming van de toekomstige exploitatie kasstromen. Het gewijzigde beleid van corporaties komt bij waardering tegen marktwaarde tot uitdrukking in het direct rendement op het vastgoed en het eigen vermogen.

11. Conform de beleidslijn die in financiële meerjarenverkenning na administratieve scheiding is uitgewerkt (juni 2014).

Als de corporaties de geraamde stijging van de exploitatiekasstromen daadwerkelijk gaan realiseren, zal dit rendement in de komende jaren toenemen. De stijgende exploitatiekasstromen dragen tevens bij aan een in van jaar tot jaar afnemende financieringsbehoefte. De dalende schuldontwikkeling heeft vervolgens weer een positieve invloed op de ontwikkeling van het eigen vermogen en de solvabiliteit.

Direct rendement is een ratio die het saldo van de inkomsten en de uitgaven in verband met de exploitatie van vastgoed deelt door de waarde van dat vastgoed. Bij marktwaarde wordt uitgegaan van de vastgoedwaarde in verhuurde staat. Deze rendementen zijn goed vergelijkbaar met de cijfers van andere corporaties en marktpartijen.
Het direct rendement op marktwaarde is voor de sector een belangrijke indicator. Uit de omvang van het rendement blijkt in welke mate een individuele corporatie (of de hele sector) vanwege zijn taakopdracht met Daeb-bezit een niet marktconform rendement realiseert. Zolang er een niet marktconform rendement wordt gegenereerd is er een gelegitimeerde grondslag voor staatssteun.

Het direct rendement van de sector op marktwaarde is in 2013 beperkt toegenomen tot 3,1% (2012: 3,0%). Deze ontwikkeling past in het beeld dat corporaties meer sturen op vergroting van de inkomsten en terugdringing van de uitgaven. Door de heffing saneringssteun is deze laatste ontwikkeling minder zichtbaar geworden. De verwachting is dat deze ontwikkeling de komende jaren verder doorzet en manifester wordt.

Daar staat tegenover dat de verhuurderheffing substantieel blijft toenemen tot 2018. Dit heeft tot gevolg dat de verbetering van de kern-exploitatiekasstroom (huur minus onderhoud en beheer) hierdoor gedeeltelijk teniet wordt gedaan.

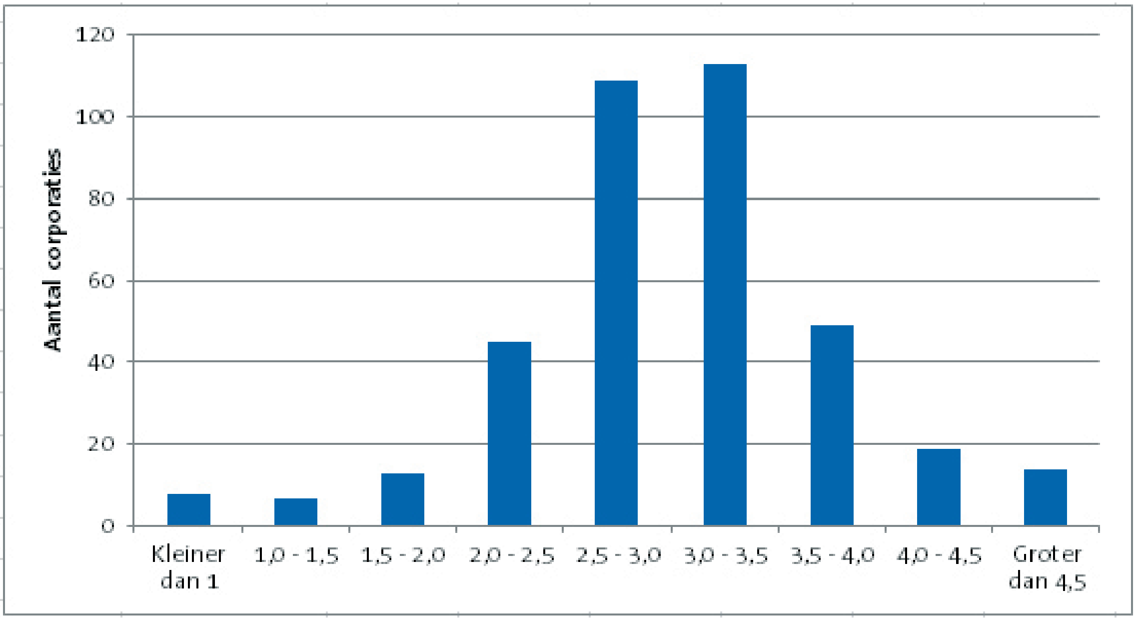
Op basis van door corporaties aangeleverde gegevens bedraagt het direct rendement op niet-Daeb-vastgoed 3,4%. Dit is duidelijk boven het niveau van het Daeb-vastgoed (3,0%) met als belangrijkste oorzaak het ontbreken van de verhuurderheffing voor niet-Daeb-bezit. Het direct rendement op het niet-Daeb-bezit is vanuit marktperspectief echter relatief laag. In de Novelle en de daarop gebaseerde AMvB wordt 4,5% rendement als marktconform beschouwd (afgeleid van IPD-cijfers). Mogelijke oorzaken van het lage rendement bij corporaties zijn:

- een hoge kostenstructuur;
- de nog niet marktconforme huren;
- de kwaliteit van de toerekening van kosten aan Daeb en niet-Daeb.

Bovendien kan een rol spelen dat, bij de bepaling van de norm voor het marktconform rendement, de overhead gedeeltelijk buiten beschouwing wordt gelaten, terwijl dit in de kascijfers is inbegrepen.

Het direct rendement op het Daeb-vastgoed blijft gemiddeld nog ver af van de norm van 4,5%. Dit geeft aan dat de exploitatie van sociale huurwoningen op sectorniveau weinig rendement genereert. Zonder staatssteun zal tegen de huidige condities (huur en exploitatielasten) de exploitatie van sociale huurwoningen niet door marktpartijen worden opgepakt.

Grafiek 10 Spreiding direct rendement op marktwaarde (in %)



Het direct rendement van de afzonderlijke corporaties (grafiek 10) laat de nodige spreiding zien. Het overgrote deel van de sector tendeert overigens naar de 3% rendement. Een kleine groep (zeven corporaties met 10.578 eenheden) heeft een rendement dat boven de normstelling ligt of komt daar dicht bij in de buurt. De voornemens voor de komende jaren kunnen tot gevolg hebben dat een grotere groep corporaties rendementen krijgt die boven de norm uitkomen. Hierbij kan de (vooralsnog stijgende) verhuurderheffing een dempende uitwerking hebben op het direct rendement en daarentegen een lagere saneringsheffing een positief rendementseffect sorteren.

Naast een beperkt aantal corporaties die al een redelijk hoog rendement realiseert zijn er ook (voornamelijk kleinere) corporaties met een laag rendement (zelfs negatief). Veelal worden de laagste rendementen veroorzaakt door incidentele uitgaven. Bij vooral kleinere corporaties kunnen deze incidentele uitgaven een grote impact hebben op het direct rendement.

Overcompensatie

In de aan de Herzieningswet verbonden Novelle is opgenomen dat corporaties bij een te hoog direct rendement het genoten voordeel van de overheidssteun (gedeeltelijk) terug dienen te betalen. Vooralsnog wordt hierbij uitgegaan van de eerder genoemde 4,5%.

In dit kader is van belang welke grondslag voor het direct rendement gaat gelden. Daarbij kan worden aangesloten bij de marktwaarde van het vastgoed (zie hiernaast), of bij het eigen vermogen van de corporatie. Het belangrijkste verschil tussen beide grondslagen is dat bij het eigen vermogen tevens rekening wordt gehouden met rendement op vreemd vermogen. De proeve op de AMvB geeft aan dat het direct rendement op het eigen vermogen als maatstaf wordt gebruikt. Dit is een uitvloeisel van het feit dat de staatssteun via de financiering loopt en niet zichtbaar is in het rendement op de marktwaarde van het bezit. Echter vanwege de hefboomwerking die het vreemd vermogen kan hebben, is het denkbaar dat een direct rendement van bijvoorbeeld 4,3% op de marktwaarde vanwege een lager rendement op vreemd vermogen leidt tot een direct rendement op het eigen vermogen dat hoger is dan 4,5%. In de proeve van de AMvB is in de normstelling geen rekening gehouden met een mogelijke hefboomwerking in de marktsector.

Het aantal corporaties dat op grond van het direct rendement op het eigen vermogen de norm overschrijdt, is iets groter dan op grond van het rendement op het vastgoed. Bij de uitwerking van de toets op overcompensatie dient aandacht te worden besteed aan gedragseffecten die kunnen gaan optreden. De toerekening van kosten aan Daeb of niet-Daeb-activiteiten kan van invloed zijn op de rendementen. Ook de mate van efficiency verdient in dit verband bijzondere aandacht.

2.3 Leningen

De nominale waarde van leningen op de marktwaardebalans verschilt van de waarde van dezelfde leningen op de volkshuisvestelijke balans[12]. Een optelling van de drie passivaposten:

- leningen overheid en kredietinstellingen;
- overige schulden en waarborgsommen;
- kortlopende schulden,

leidt tot de nominale schuldpositie van de sector. In 2013 bedraagt de nominale schuld € 95 miljard. Indien alleen wordt uitgegaan van de langlopende leningen (in de balans deels opgenomen onder kortlopende schulden, zijnde de aflossingsverlichting voor het komende jaar) gaat het in totaal om € 88,9 miljard.

12. In de balansopgave van de langlopende schulden conform het format dVi (de verantwoordingsinformatie) is bij een aantal corporaties een post agio reële waarde leningen inbegrepen. Deze overlooppost is onbedoeld meegenomen bij de bepaling van de rentabiliteitswaarde van de langlopende leningen in de volkshuisvestelijke balans. Indien hiervoor gecorrigeerd wordt, zou dit tot gevolg hebben dat het volkshuisvestelijk vermogen in 2013 circa € 700 miljoen hoger zou zijn geweest. Voor het komend jaar wordt de uitvraag op dit punt verbijzonderd. Bij de waardering in de marktwaardebalans blijft de huidige benadering gehandhaafd. Echter indien de marktwaarde van de leningen wordt vergeleken met de balanswaarde, dan dient er ook een correctie van deze post plaats te vinden.

Tabel 2 Overzicht waardering langlopende schulden overheid en kredietinstellingen, incl deel dat onder kortlopend is opgenomen (x € 1 miljard)

	2012 x €1 miljard	2013 x €1 miljard	mutatie
Nominale waarde	88,3	88,9	0,6
Rentabiliteitswaarde	82,7	83,0	0,3
Rentabiliteitswaarde correctie	-5,6	-5,9	-0,3
Marktwaarde	107,1	99,4	-7,7
Rentabiliteitswaarde correctie marktwaarde	18,8	10,5	-8,3

Rentabiliteitswaardecorrectie: neemt toe

In de volkshuisvestelijke balans wordt uitgegaan van de rentabiliteitswaarde van leningen. Bij deze waarde worden de toekomstige rente en aflossingsverplichtingen contant gemaakt naar het heden. De hiervoor gehanteerde disconteringsvoet is gelijk aan de disconteringsvoet bij de bepaling van de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde[13]. De rentabiliteitswaarde van leningen afgezet tegen de nominale waarde van de leningen geeft inzicht in de mate en de duur dat de rente van de leningen afwijkt van de gehanteerde disconteringsfactor.

De rentabiliteitswaardecorrectie van de langlopende leningen neemt toe en bedraagt inmiddels - € 5,9 miljard. In 2012 bedroeg de correctie - € 5,6 miljard en in 2011 was dat - € 4,9 miljard. De toename van deze correctie wordt verklaard door het aantrekken van nieuwe leningen en herfinanciering van bestaande leningen met relatief lage rentes en soms lange looptijden.

Op basis van de rentabiliteitswaardecorrectie staan de langlopende schulden (exclusief VOV) op de volkshuisvestelijke balans van 2013 gewaardeerd op € 80,6 miljard.

Marktwaarde van de leningen

De marktwaarde van leningen is de waarde van leningen, waarbij de toekomstige rente en aflossingsverplichtingen contant worden gemaakt tegen de actuele rentetarieven. Het verschil met de rentabiliteitswaarde van leningen is de disconteringsvoet. De marktwaarde kan door de afhankelijkheid van de actuele marktrente zeer volatiel zijn. De marktwaarde van leningen is vooral van belang bij financiële herstructureringen, waarbij door ingrepen in het portefeuillebeleid overfinanciering kan ontstaan. Dit heeft tot gevolg dat het noodzakelijk wordt om over te gaan tot (gedeeltelijk) vervroegde aflossing van de leningportefeuille. De marktwaarde van een lening kan substantieel afwijken van de nominale waarde van de lening. Bij een relatief hoge marktwaarde is aflossen minder aantrekkelijk of zelfs onwenselijk.

---

13. In overleg met CFV en vertegenwoordigers van het Rijk en de gemeenten (de achtervangers in de sector) bepaalt WSW jaarlijks de sectorparameters. De disconteringsvoet maakt hier onderdeel van uit en bedraagt momenteel 5,25%. Deze waarde geldt sinds verslagjaar 2010. Lange termijnparameters voor huur, onderhoud- en beheerkostenstijging vormen ook onderdeel van de sectorparameters. Voor onderhoud- en beheerkosten wordt uitgegaan van een structurele kostenstijging van 1% boven inflatie.

CFV constateert dat in het gehanteerde afwegingskader bij financiële herstructurering door corporaties nog niet altijd voldoende aandacht aan deze problematiek wordt besteed. De problematiek komt vooral voor bij corporaties onder verscherpt toezicht of sanering.

CFV schat dat de marktwaarde van de uitstaande leningen € 10,5 miljard hoger ligt dan de nominale balanswaarde (balansdatum 2013). In 2012 was de marktwaarde € 18,7 miljard hoger dan de nominale waarde. De daling van het verschil tussen de marktwaarde en de nominale waarde van de sectorale leningportefeuille is het gevolg van verschillen in actuele rente op de twee balansmomenten en het beperkt gedaalde rentepercentage van de leningportefeuille.

Het belang van de marktwaarde van leningen neemt toe bij een overgang naar een marktwaardebalans. Immers, ook in de waardering van het vastgoed tegen marktwaarde speelt de ontwikkeling van de rente een rol bij de bepaling van de disconteringsfactor (de rendementseis in de markt). Echter, bij deze waardering is de afleiding van het risicovrij rendement als basis in de disconteringsfactor gebaseerd op de IRS[14] in de daaraan voorafgaande 24 maanden. Dit zorgt in deze waardering voor een demping van de gevoeligheid voor renteontwikkelingen. In hoeverre bij markttransacties deze demping ook werkt in de waardebepaling is de vraag.

Afgezien van de tijdsfactor, leidt een lage rente gegeven ingeschatte vastgoed- of rentekasstromen tot een tegengesteld effect.

Een lagere risicovrije voet leidt ceteris paribus tot hogere vastgoedwaarden (positief effect) en tot hogere leningwaarden (negatief effect). De mate waarin deze effecten optreden is mede afhankelijk van de horizon c.q. looptijd (duration) waarmee respectievelijk bij het vastgoed en de leningportefeuille rekening moet worden gehouden. Dit onderstreept het belang van het afstemmen van de karakteristiek van de leningportefeuille op de vastgoedstrategie.

De loan-to-value is een ratio die de waarde van de uitstaande leningen relateert aan de waarde van het vastgoed. De loan-to-value op basis van de volkshuisvestelijke balans gaat uit van de rentabiliteitswaarde van de langlopende schulden gedeeld door de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde. Ontleend aan de marktwaardebalans laat de ratio de verhouding zien tussen de nominale lange schuld en de marktwaarde in verhuurde staat. De nominale schuld kan ook worden afgezet tegen de leegwaarde van het vastgoed.

In 2013 wordt de loan-to-value sterk beïnvloed door de ontwikkeling van de verschillende vastgoedwaarden.
Zo neemt door een sterke stijging van de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde deze loan-to-value af met 8,4 %. Bij waardering van het vastgoed tegen marktwaarde in verhuurde staat blijft de afname beperkt tot 0,3 %. Bij waardering tegen leegwaarde neemt de loan-to-value in 2013 toe met 0,9 %. Deze stijgende ontwikkeling wordt voor een belangrijk deel verklaard door de afname van de WOZ-waarde gedurende dat jaar.

14. Interest rate swap.

Tabel 3 Loan-to-value (in %)[15]

	2011	2012	2013
Nominale waarde langlopende schulden/ Leegwaarde	24,4	26,3	27,2
Nominale waarde langlopende schulden/ Marktwaarde	35,1	40,3	40,0
Rentabiliteitswaarde Langlopende schulden / Volkshuisvestelijke exploitatiewaarde	75,1	76,0	67,6

2.4 Risico's

De financiële risico's van corporaties nemen toe. De raming van in de toekomst sterk stijgende inkomsten (huurverhogingen) en beheersing van uitgaven (onderhouds- en beheerlasten) en het huidige lage renteniveau dragen hieraan bij.
Bovendien zijn er ook institutionele risico's.

In algemene zin geldt dat een toename van de financiële risico's een hogere financiële buffer rechtvaardigen. Dat geldt ook voor corporaties. Het is van groot belang dat zij op een duurzame wijze hun maatschappelijke kernactiviteiten kunnen blijven uitvoeren.
De risicobuffers die voortvloeien uit de individuele beoordeling van de activiteiten van corporaties in de eerstkomende vijf jaar zijn het meest bruikbaar bij de afleiding van de hoogte van de sectorale buffer.
Vanwege de zekerheidsstructuur dient de sectorale buffer duidelijk boven het niveau van de gemiddelde grenswaarde uit de individuele beoordeling te liggen.

De risicobeoordeling die CFV hanteert, differentieert naar de exploitatierisico's en de risico's die kunnen optreden bij de uitvoering van de (des)investeringsvoornemens. CFV bepaalt voor iedere corporatie het individuele risicoprofiel.

Scherp aan de wind varende corporaties hebben een hoger risicoprofiel dan corporaties met een beperkter programma. Geaggregeerd is zichtbaar dat er sprake is van een toename van het risicoprofiel.

De financiële beoordeling van de individuele corporaties over de prognoseperiode 2013 - 2017 kwam uit op een gemiddelde buffergrens van 19%. Gegeven de zekerheidsstructuur is in het vorige sectorbeeld aangegeven dat de sectorale buffer minstens 3,5% boven het voor elke corporatie afzonderlijk geldende minimumniveau moet liggen. Tegenvallers bij individuele corporaties moeten kunnen worden opgevangen door collega-corporaties.

Dezelfde aanpak toegepast op de prognose 2014 - 2018 laat een groei zien van de gemiddeld gehanteerde buffer van 19% naar bijna 21,5%. Deze groei van de gemiddelde grenswaarde in de individuele beoordeling is mede reden om de sectorale buffersignaleringsnorm te verhogen naar 25%.

Deze grens heeft geen betekenis voor de individuele beoordeling van corporaties, maar is wel toetssteen voor de draagkracht van de sector in het licht van een vijf- of tienjaarsprognose, zoals in het hoofdstuk 4 Meerjarenverkenning financiële positie corporatiesector aan de orde komt.

15. In tabel 3 wordt uitgegaan van de nominale waarde van de langlopende schulden. In eerdere sectorbeelden werd de schuldpositie afgeleid uit de balansopgave.

Dat wil zeggen dat als op grond van exploitatie- en (des)investeringsvoornemens de sectorale solvabiliteit lager dan 25% zou worden, CFV dit vanuit de duurzame stabiliteit van de sector een ongewenste ontwikkeling vindt.

Aan het verrichten van (economische) activiteiten zijn risico's verbonden. Dat geldt ook voor woningcorporaties. Het is van belang deze risico's beheersbaar te maken. De volgende sub paragrafen gaan nader in op enkele risico's die verband houden met de activiteiten van corporaties. Hoofdstuk 4 behandelt de risico's met betrekking tot inflatie, lagere huurstijging, hogere onderhoud- en beheerkosten en extra investeringen in verband met het minder laten teruglopen van de economische levensduur van de portefeuille. Dit gebeurt aan de hand van gevoeligheidsanalyses.

2.4.1 Realistische verwachtingen

In de volkshuisvestelijke balans worden veranderingen in de verwachtingen direct zichtbaar. Dit heeft te maken met de waarderingsgrondslag, waarbij door de corporatie geraamde toekomstige inkomsten en uitgaven contant worden gemaakt naar het heden (bedrijfswaarde is een intern georiënteerd waardebegrip). In de marktwaardebalans leiden inschattingen met betrekking tot de ontwikkeling van leegwaarde, markthuurprijs, exploitatiekosten (VEX-normen) en rendement tot wijziging van de marktwaarde in verhuurde staat. Het beleid van corporaties (de toekomstige ramingen/ verwachtingen) is ook van belang, omdat deze van invloed zijn op het door corporaties te realiseren rendement.

Het is de vraag hoe betrouwbaar de verwachtingen zijn en wat de kans is dat deze niet worden gerealiseerd, bijvoorbeeld door tegenvallers. De belangrijkste verandering in de verwachtingen van de corporaties in vergelijking tot vorig jaar betreft de focus op de kernexploitatie. De eerstkomende jaren stijgen de huren sterker dan vorig jaar is aangegeven. Tegelijkertijd worden de onderhouds- en beheerlasten fors neerwaarts bijgesteld door aanpassing van onderhoudsbeleid en reorganisaties in het werkapparaat. Het is aan de corporaties om de aangekondigde veranderingen ook daadwerkelijk te realiseren. Hieraan is het risico verbonden dat deze voornemens niet (geheel) worden waargemaakt.

Door het scherper aan de wind zeilen (kernexploitatie wordt marktconformer), neemt het risico in vergelijking tot vorig jaar toe dat deze voornemens niet (volledig) worden gerealiseerd. Anders gezegd: de kans dat een huurbeleid met relatief lage huren niet wordt gerealiseerd, is veel kleiner dan een huurbeleid dat de grenzen van de betaalbaarheid opzoekt.

Deze ontwikkeling wordt zichtbaar in de volgende onderdelen:

- De huur/ WOZ- (leeg)waarde verhouding.
- De raming van de nettovariabele lasten waarmee corporaties tot einde levensduur de exploitatie van het vastgoed denken te kunnen waarborgen. De uit de bedrijfswaarde af te leiden lastenkasstroom (onderhoud en beheerkosten) komt uit op € 2.325 per verhuureenheid. In de kasstroomprognose 2014 - 2018 is het door corporaties opgegeven lastenniveau € 2.589 per verhuureenheid. Beide op prijspeil 2013. Het verschil wordt veroorzaakt doordat de bezuinigingen op de beheerlasten pas later in de tijd worden gerealiseerd, alsmede de door corporaties ingeschatte afbouw van onderhoudsuitgaven aan het einde van de exploitatie. Dit zijn de oorzaken dat de afgeleide kasstroom duidelijk onder het niveau van de eerstkomende vijf jaar ligt.
- De verhouding tussen de marktwaarde van het bezit en de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde.

Tabel 4 Waarde ratio's

	2009	2010	2011	2012	2013
WOZ-waarde totale portefeuille (ultimo het jaar) (x € 1 miljoen)	370.957	364.549	353.292	335.628	327.144
WOZ-waarde per corporatiewoning (ultimo jaar) x € 1.000	157	154	148	141	137
Huursom/WOZ-waarde zelfst. huurwoning (%)	3,1	3,3	3,5	3,7	4,1
Marktwaarde/vhv-exploitatie waarde	2,6	2,5	2,3	2,0	1,8
- Daeb				2,2	1,9
- Niet Daeb				1,0	1,0
Huursom/ marktwaarde huurwoningen (%)				5,6	6,1
- Daeb				5,5	6,1
- Niet Daeb				6,1	6,0

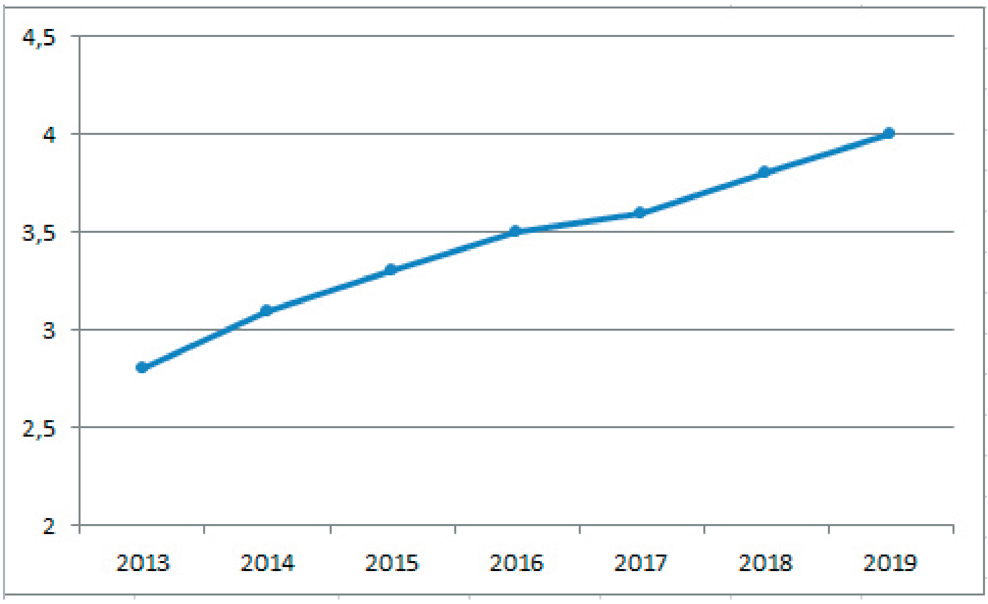
2.4.2 Impact van beleid

In samenhang met de eerder uiteengezette beleidsintensivering door corporaties en de daardoor optredende groei van het risicoprofiel vraagt CFV aandacht voor de risico's die samenhangen met de relatie tussen verhuurderheffing, de huurverhogingen en de huurtoeslag.

Balans in driehoek: verhuurderheffing, huurverhoging en huurtoeslag

Vanaf 2013 betalen corporaties de verhuurderheffing. In de komende jaren neemt de omvang van deze heffing (corporatiedeel) jaarlijks toe tot circa € 1,7 miljard op jaarbasis in 2018. Om deze heffing te voldoen hebben corporaties de ruimte gekregen om de huurinkomsten te verhogen. Huurders met beperkte financiële mogelijkheden kunnen gebruik maken van de regeling huurtoeslag. In de begroting van het ministerie van BZK voor 2015 is een raming opgenomen van de groei van de 'huurtoeslag'-uitgaven tot 2019. Deze raming laat zien dat de huidige inschatting van de huurontwikkeling in combinatie met de inkomensontwikkeling van de huurders die gebruik maken van deze regeling, tot een zeer fors groeipad leidt. In de toelichting bij de begroting wordt beschreven dat de reeks voor de verhuurderheffing uit het regeerakkoord na 2018 weer in beeld moet komen. Daarnaast wordt aangegeven dat een sterkere groei van de huurtoeslaguitgaven kan leiden tot een bijstelling in het tarief voor de verhuurderheffing vanaf 2019. In de ramingen gaan corporaties uit van reëel stevig stijgende huren en van een gelijkblijvend tarief voor de verhuurderheffing. Wanneer één van deze twee pijlers (huurtoeslag en verhuurderheffing) onder druk komt, heeft dat direct invloed op de ontwikkeling van de feitelijke kasstromen van corporaties en daarmee op de financiële positie.

Grafiek 11 Ontwikkeling huurtoeslagen (x € 1 miljard)



3

Resultatenrekening 2013 en kasstromen

Net als bij de balans heeft CFV de resultatenrekening vanuit twee perspectieven opgesteld: volkshuisvestelijke exploitatiewaarde en marktwaarde. Het verschil tussen beide komt vooral naar voren bij de posten waardeveranderingen en gerealiseerd resultaat verkoop vastgoedportefeuille.
Hier volgt een korte samenvatting van wat CFV ziet in de resultatenrekening en kasstroom informatie over het verslagjaar 2013. In de daaropvolgende paragrafen wordt de winst- en verliesrekening en de kasstroominformatie uiteengerafeld.

Jaarresultaat: historisch hoog

Het hoge jaarresultaat van de volkshuisvestelijke resultatenrekening past bij de grote groei van het volkshuisvestelijk vermogen. Dit resultaat is sterk ondersteund door de hoge waardeveranderingen in de vastgoedportefeuille. Het directe exploitatieresultaat op het vastgoed draagt eveneens bij, net als verkoop van bestaand bezit. De commerciële activiteiten van corporaties leveren geen positieve bijdrage aan het jaarresultaat.

In 2013 is de voorheen gehanteerde categorale indeling van de resultatenrekening vervangen door de functionele. De functionele indeling geeft beter zicht op de bijdrage van diverse activiteiten aan het resultaat dan de categorale. Ook sluit de informatie over de exploitatie vastgoedportefeuille beter aan bij rendementsanalyses van commerciële partijen en sommige corporaties (bijvoorbeeld de benchmark IPD). Door de overgang is er voor een aantal onderdelen van de resultatenrekening 2013 geen goede vergelijking mogelijk met eerdere jaren. Daarnaast blijkt er nog wel meer eenduidigheid nodig bij de afbakening tussen verhuurexploitatie, overige activiteiten, overige organisatiekosten en leefbaarheid.

Kasstromen verbeterd

In 2013 daalden de nettobedrijfslasten per verhuureenheid naar € 1.365,- (-1,6% ten opzichte van 2012) en de onderhoudslasten per verhuureenheid naar € 1.270,- (-5,6%). Het aantal in de sector werkzame full time exquivalenten (fte) daalde met 1.500 naar 26.264. Naar verwachting daalt dit aantal fte nog verder. De reeds in gang gezette reorganisatie trajecten lopen nog door tot 2015.

Corporaties prognosticeren dat de nominale nettobedrijfslasten per verhuureenheid na 2015 weer stijgen en de nominale onderhoudslasten vanaf 2014.
Deze stijgingen hangen mede samen met inflatieverwachtingen.

De netto-exploitatiekasstroom verbeterde in 2013 met € 316,- per verhuureenheid tot € 2.932,-. Dit is voor verrekening van rente, verhuurderheffing, belastingen en overheidsbijdragen. Na deze verrekening is er een stijging van € 217,- tot € 1.552,- per verhuureenheid. In 2014 wordt een lager niveau verwacht als gevolg van de in dat jaar sterk toenemende verhuurderheffing.

Corporaties betaalden in 2013 gemiddeld 4,08% rente over hun leningenportefeuille. In hun prognoses rekenen ze vanaf 2015 met een hoger gemiddeld rentepercentage. Gemiddeld op sectorniveau zijn de ICR en DSCR in 2013 ruim voldoende voor het betalen van renteverplichtingen en (fictieve) aflossingsverplichtingen. Voor de prognoseperiode is het beeld op sectorniveau eveneens gunstig. Op individueel niveau zijn er echter fricties.

Tabel 5 Winst- en verliesrekening 2013 (functioneel)

	x € 1 miljoen		Per vhe x € 1,-	
	Vhv exploitatie-waarde	Markt-waarde	Vhv exploitatie-waarde	Markt-waarde
Huuropbrengsten	13.889	13.889	5.577	5.577
Opbrengsten servicecontracten	788	788	316	316
Lasten servicecontracten	-802	-802	-322	-322
Overheidsbijdragen	77	77	31	31
Lasten verhuur en beheeractiviteiten	-1.920	-1.920	-771	-771
Lasten onderhoudsactiviteiten	-3.219	-3.219	-1.293	-1.293
Overige directe operationele lasten exploitatie bezit	-1.357	-1.357	-545	-545
Nettoresultaat exploitatie vastgoedportefeuille	**7.456**	**7.456**	**2.994**	**2.994**
Omzet verkocht vastgoed in ontwikkeling	457	457	183	183
Uitgaven verkocht vastgoed in ontwikkeling	-441	-441	-177	-177
Toegerekende organisatiekosten	-71	-71	-29	-29
Toegerekende financieringskosten	0	0	0	0
Nettoresultaat verkocht vastgoed in ontwikkeling	**-55**	**-55**	**-22**	**-22**
Verkoopopbrengst vastgoedportefeuille	2.261	2.261	908	908
Toegerekende organisatiekosten	-138	-138	-56	-56
Boekwaarde verkochte vastgoedportefeuille	-1.043	-2.132	-419	-816
Netto gerealiseerd resultaat verkoop vastgoedportefeuille	**1.080**	**90**	**434**	**36**
Overige waardeveranderingen vastgoedportefeuille	-1.394	-230	-560	-92
Niet-gerealiseerde waardeveranderingen vastgoedportefeuille	9.480	-1.385	3.807	-556
Niet-gerealiseerde waardeveranderingen vastgoedportefeuille verkocht onder voorwaarden	-65	-65	-26	-26
Niet-gerealiseerde waardeveranderingen vastgoedportefeuille bestemd voor verkoop	-53	-53	-21	-21
Waardeveranderingen vastgoedportefeuille	**7.968**	**-1.734**	**3.200**	**-696**
Opbrengst overige activiteiten	162	162	65	65
Kosten overige activiteiten	-367	-367	-148	-148
Nettoresultaat overige activiteiten	**-206**	**-206**	**-83**	**-83**
Overige organisatiekosten	-314	-314	-126	-126
Leefbaarheid	-240	-240	-96	-96
Waardeveranderingen van financiële vaste activa en van effecten	-23	-23	-9	-9
Opbrengst van vorderingen die tot de vaste activa behoren en van effecten	47	47	19	19
Mutatie rentabiliteitswaardecorrectie	338	0	136	0
Andere rentebaten en soortgelijke opbrengsten	202	202	81	81
Rentelasten en soortgelijke kosten	-3.735	-3.735	-1.500	-1.500
Saldo financiële baten en lasten	**-3.171**	**-3.509**	**-1.273**	**-1.409**
RESULTAAT BEDRIJFSUITOEFENING VOOR BELASTINGEN	**12.519**	**1.489**	**5.027**	**598**
Belastingen resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening	32	32	13	13
Resultaat deelnemingen	-62	-62	-25	-25
RESULTAAT BEDRIJFSUITOEFENING NA BELASTINGEN	**12.489**	**1.459**	**5.015**	**586**
Buitengewone baten en lasten	-1	-1	-0	-0
Belastingen buitengewoon resultaat	39	39	16	16
BUITENGEWOON RESULTAAT NA BELASTINGEN	**38**	**38**	**15**	**15**
RESULTAAT NA BELASTINGEN	**12.527**	**1.497**	**5.030**	**601**

3.1 Functionele resultatenrekening

De functionele resultatenrekening biedt inzicht in de opbouw van het jaarresultaat naar relevante activiteiten. Conform de RJ-richtlijnen worden hierbij de volgende activiteiten onderscheiden: exploitatie van vastgoed, nieuwbouw voor verkoop, verkoop van bestaand vastgoed, waardeveranderingen van vastgoed, overige activiteiten, overige organisatiekosten, leefbaarheid en financiële baten en lasten. Het belang van de functionele resultatenrekening is dat deze de bijdrage van afzonderlijke activiteiten aan het jaarresultaat transparant maakt.

Na een toelichting op het in 2013 behaalde jaarresultaat wordt ingegaan op een groot aantal posten uit de functionele resultatenrekening. Deze worden als volgt gegroepeerd:

- jaarresultaat;
- exploitatie vastgoedportefeuille;
- overige activiteiten, overige organisatiekosten en leefbaarheid;
- verkoop bestaand bezit;
- commerciële activiteiten;
- financiële baten en lasten.

3.1.1 Hoogste volkshuisvestelijk jaarresultaat ooit

Het jaarresultaat van de volkshuisvestelijke resultatenrekening is met € 12,5 miljard historisch hoog. In 2012 bedroeg het - € 1,4 miljard.

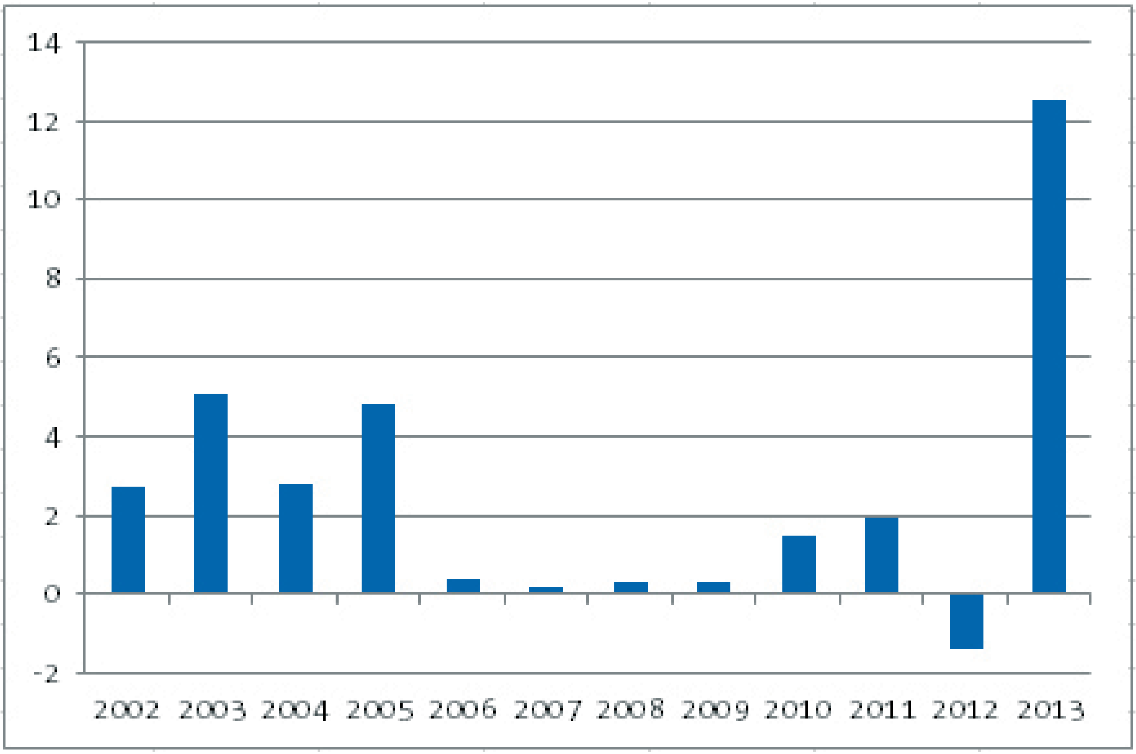
Voor dit aanzienlijke verschil zijn vooral twee posten verantwoordelijk:

- de toename van de niet gerealiseerde waardeverandering vastgoedportefeuille (€ 9,5 miljard in 2013, - € 2,1 miljard in 2012[16]);
- de daling in de overige waardeveranderingen vastgoedportefeuille (- € 1,4 miljard in 2013; - € 3,6 miljard in 2012).

De niet gerealiseerde waardeveranderingen van de vastgoedportefeuille zijn het gevolg van de stijging die corporaties ramen voor de toekomstige huur en netto-exploitatiekasstroom (huur minus beheer en onderhoud). In het hoofdstuk over de balans is dit toegelicht. Deze overige waardeveranderingen betreffen de onrendabele toppen uit de ontwikkelingsactiviteiten van corporaties. Voor de afname zijn twee redenen. Allereerst leidt het scherpere huurbeleid tot een afname van de onrendabele top op lopende projecten. Ten tweede is de omvang van de projecten waar nieuwe verplichtingen voor zijn aangegaan substantieel afgenomen in vergelijking met voorgaande jaren.
De daling van de balanspost materiële vaste activa in ontwikkeling en de voorziening onrendabele top illustreert deze ontwikkeling.

16. De negatieve waarde van de niet gerealiseerde waardeverandering vastgoedportefeuille in 2012 werd veroorzaakt doordat het negatieve effect van de nieuw geïntroduceerde verhuurderheffing (- € 18,5 miljard) op de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde die groter was dan het positieve effect van de financiële beleidsbijstellingen (€ 16,5 miljard) die corporaties toen hadden genomen ter compensatie van de verhuurderheffing.

Grafiek 12 Volkshuisvestelijk jaarresultaat (x € 1 miljard)



3.1.2 Meer focus op exploitatie vastgoedportefeuille

Direct rendement

De functionele indeling geeft met de activiteit exploitatie vastgoedportefeuille een veel scherper beeld van de voor de verhuurexploitatie noodzakelijke kosten en bijbehorende inkomsten dan de voorheen gebruikte categorale indeling. De functionele benadering sluit beter aan bij rendementsanalyses die in de commerciële sector gebruikelijk is (bijvoorbeeld de benchmark IPD). Met een nettoresultaat exploitatie vastgoedportefeuille van € 7,5 miljard in 2013, bedraagt het direct rendement op basis van de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde 6,1%. Bij waardering tegen marktwaarde is dat 3,4%.[17].

Sterke stijging huuropbrengsten

De totale huuropbrengst is in 2013 met € 0,6 miljard toegenomen tot € 13,9 miljard. De toename bedraagt 4,9% en dat is hoger dan in voorgaande jaren. Dit wordt veroorzaakt door:

- de introductie van de inkomensafhankelijke huurverhoging per 1 juli 2013;
- harmonisatie van de huur bij mutatie;
- voorraadmutaties (nieuwbouw, verkoop, sloop en aankoop);
- de relatief hoge inflatiecomponent (2,5%).

Uit de door de sector aangeleverde gegevens blijkt dat corporaties het huurbeleid hebben aangescherpt in 2013.

17. Toerekeningsvraagstukken alsook verschil tussen baten en lasten- en kasstelsel verklaren dat rendementscijfers gebaseerd op kas hiervan afwijken. Het toerekeningsvraagstuk kent twee dimensies. Structureel worden in een functionele opstelling geen kosten en opbrengsten van andere exploitaties opgenomen. Daarnaast is nog een vraagpunt hoe vooral met de toerekening van leefbaarheid en heffing saneringsbijdrage aan de verhuurexploitatie is omgegaan. Het kader dient voor deze punten nog scherper te worden uitgewerkt.

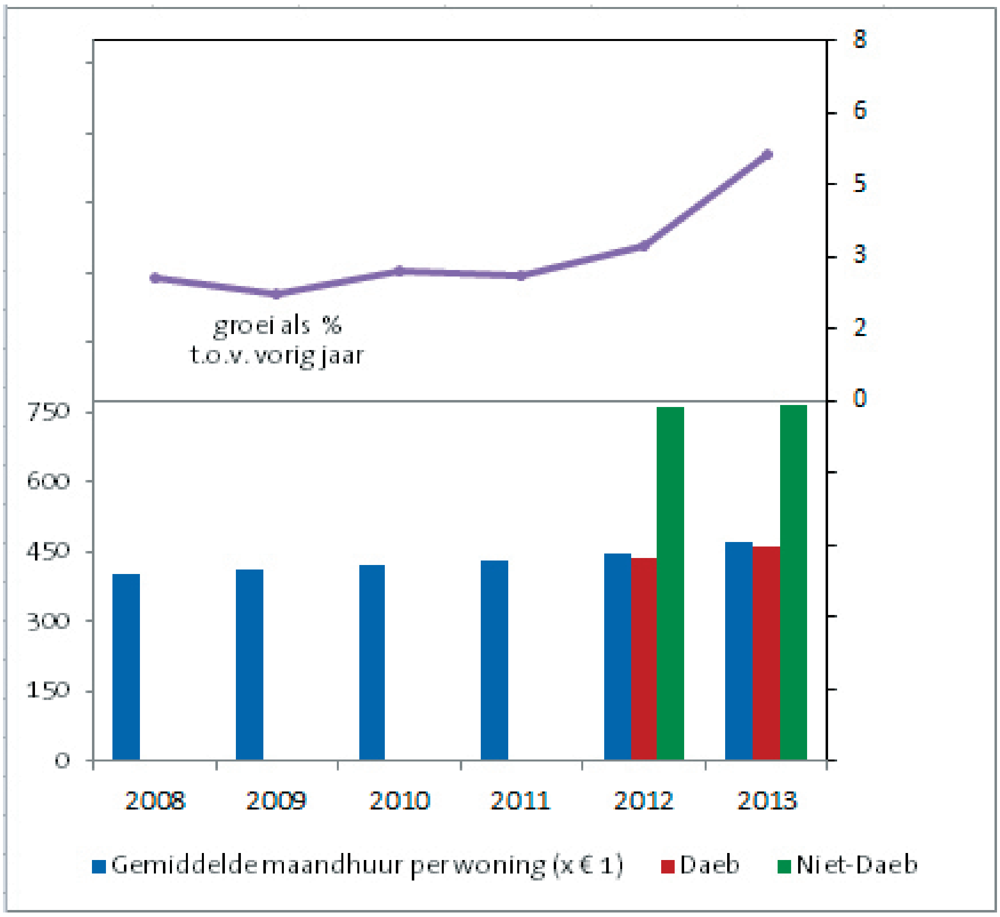
De aanscherping van het huurbeleid leidt tot een relatief forse uitbreiding van het niet-Daeb-bezit. Dit kwam in het hoofdstuk over de balans al ter sprake. Ruim 16.000 Daeb-woongelegenheden zijn in 2013 overgegaan naar niet-Daeb. Mede in verband hiermee is de totale niet-Daeb-huursom in 2013 34,4% hoger dan in 2012, terwijl de Daeb-huursom slechts 2,4% steeg.

Door te kijken naar de gemiddelde huur per woning wordt voor dit effect geabstraheerd. Dan blijkt dat de gemiddelde huur per maand voor een Daeb-woning sterker groeit (€ 21,- + 4,8%) dan voor een niet-Daeb-woning (€ 2,- + 0,2%).

De belangrijkste verklaringen voor de relatief beperkte gemiddelde huurstijging van de niet-Daeb-woningen zijn dat:

- bij geliberaliseerde huurcontracten het inkomensafhankelijke huurbeleid niet geldt;
- de marktconformiteit van de niet-Daeb-huren veel groter is dan bij Daeb-huren (zowel voor woongelegenheden als voor commercieel vastgoed);
- de groei van het niet-Daeb-segment een drukkend effect heeft op de gemiddelde huur in niet-Daeb.

Grafiek 13 Ontwikkeling gemiddelde maandhuur zelfstandige huurwoningen



Nieuw begrippenkader voor exploitatielasten

Door de overgang op de functionele indeling is er wat de lasten betreft op basis van de resultatenrekening 2013 geen direct vergelijk mogelijk met de nettobedrijfslasten op basis van de categorale resultatenrekeningen. De twee functionele posten (i) lasten verhuur en beheeractiviteiten en (ii) overige directe operationele lasten exploitatie bezit komen opgeteld nog het dichtst in de buurt, maar hebben een andere inhoud. Enerzijds kunnen de verhuurderheffing en de heffing saneringsbijdrage zijn meegenomen in deze posten (in het nettobedrijfslastenbegrip niet). Anderzijds worden in deze nieuwe begrippen de effecten van de zogeheten overige activiteiten van corporaties niet meer meegenomen[18].De grotere focus op kostentoedeling leidt er bovendien toe dat lasten die verband houden met leefbaarheid en 'overhead' maar niet (direct) toerekenbaar zijn aan de verhuurexploitatie separaat verbijzonderd dienen te worden (onder de activiteiten leefbaarheid en overige organisatiekosten).

De onderhoudslasten zijn met €3,2 miljard nagenoeg gelijk aan die van 2012. Dit ondanks dat er in de functionele resultatenrekening scherper is toegerekend aan onderhoud dan voorheen in de categoriale resultatenrekening gebeurde [19].

3.1.3 Overige activiteiten, overige organisatiekosten en leefbaarheid nog niet scherp in beeld

De overige activiteiten, organisatiekosten en leefbaarheid leveren elk voor zich een negatief resultaat (samen - € 760 miljoen). In algemene zin zou verwacht mogen worden dat de overige activiteiten een normaal rendement moeten genereren. Overige activiteiten betreffen onder andere bijdragen en kosten voor de warmte- en koudeopslaginstallatie (WKO), de opbrengsten en kosten van overige dienstverlening, incidentele opbrengsten en beheer voor verenigingen van eigenaren.

De omvang van overige organisatiekosten zou bescheiden moeten zijn. Door interpretatieverschillen in het gebruik van de nieuwe begrippen is het nog te vroeg voor een meer kwalitatieve duiding van de uitkomsten. Uit de door de corporaties aangeleverde informatie blijkt namelijk dat de afbakening tussen de verhuurexploitatie, overige activiteiten, overige organisatiekosten en leefbaarheid nog wel meer eenduidigheid behoeft. Zo is de heffing saneringsbijdrage door een deel van de corporaties nog verantwoord onder overige activiteiten of overige organisatiekosten in plaats van onder operationele lasten exploitatie vastgoed. Bij de toerekening van de kosten voor leefbaarheid dient er nog meer helderheid te komen over de vraag of leefbaarheidskosten die noodzakelijk zijn voor de exploitatie van het vastgoed niet direct onder de exploitatie vastgoed moeten worden geboekt. De komende jaren zal de betekenis van de functionele winst- en verliesrekening toenemen[20].De aankomende scheiding van Daeb en niet-Daeb-activiteiten draagt hieraan bij.

---

18. Het betreft onder andere bijdragen en kosten voor de warmte- en koudeopslaginstallatie (WKO), de opbrengsten en kosten van overige dienstverlening, incidentele opbrengsten, servicecontracten en beheer voor verenigingen van eigenaren.
19. Met de overgang op de functionele indeling blijkt een aantal corporaties het onderhoudsdeel uit bijdrages aan Verenigingen van Eigenaren (in gemengde complexen) te zijn gaan verbijzonderen naar onderhoud. In de categorale W&V was een dergelijke uitsplitsing niet mogelijk.
20. Als bijvoorbeeld de huurstijging niet realiseerbaar is zonder bepaalde uitgaven aan leefbaarheid.

3.1.4 Verkoop bestaand bezit stabiele bijdrage aan resultaat

Gewaardeerd tegen de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde bedraagt het nettoresultaat op de verkoop van bestaand bezit € 1,1 miljard. Dit bedrag maakt inzichtelijk dat de (leeg)waarde van sociale huurwoningen in het economisch verkeer hoger is dan de exploitatiewaarde. Overigens zijn in de verkoop opbrengsten eventuele externe verkoopkosten gesaldeerd opgenomen [21].

3.1.5 Opnieuw negatief resultaat commerciële activiteiten

Direct zichtbare commerciële (niet-Daeb-) activiteiten genereerden samen in 2013 een negatief resultaat van € 170 miljoen. Dat gaat ten koste van het maatschappelijk gebonden vermogen.

Verkoop nieuwbouw

Het nettoresultaat verkocht vastgoed in ontwikkeling komt in 2013 uit op - € 55 miljoen (2012: + € 64 miljoen). Gerelateerd aan de omzet is dit circa 12% verlies. Dit verliescijfer omvat verder nog niet de afboekingen op gestopte projecten en onverkochte nieuwbouw koopwoningen. Deze vallen onder de niet-gerealiseerde waardeveranderingen vastgoedportefeuille bestemd voor verkoop. Het (negatieve) resultaat op de verkoop van nieuwbouw komt beter in beeld doordat bij de functionele indeling de interne kosten voor deze activiteit ook meegenomen moeten worden in de resultaatbepaling. Het resultaat is negatief beïnvloed door verstrekte kortingen van corporaties bij de verkoop van nieuwbouw [22].

Overigens zijn niet alle kortingen ingegeven door verkoop aan een specifieke doelgroep. Kortingen kunnen ook verband houden met marktomstandigheden. Dit indiceert dat is gestart met de bouw van projecten met een beperkte voorverkoop. Uit de analyse blijkt dat de verplichtingen voor dergelijke projecten veelal in 2010 - 2011 zijn aangegaan.

Niet-gerealiseerde waardeveranderingen vastgoedportefeuille bestemd voor verkoop

Er is voor € 53 miljoen afgeboekt op de vastgoedportefeuille bestemd voor verkoop. Het gaat hier om afboekingen op ontwikkelingen en voorraden in de toegelaten instelling die nog niet zijn verkocht. Het betreft zowel woningen als grond. Over het verslagjaar 2012 is hiervoor geen vergelijkbaar cijfer te geven, omdat de categorale winst- en verliesrekening niet een dergelijke uitsplitsing kende.

Resultaat deelnemingen

Ook de post deelnemingen draagt in 2013 negatief bij aan het jaarresultaat: - € 62 miljoen. In 2012 was dat - € 238 miljoen. De afname van het negatieve resultaat op deelnemingen heeft verschillende oorzaken. In 2013 zijn geen grote afboekingen (zoals in voorgaande jaren bijvoorbeeld met de SS-Rotterdam en de campus in Maastricht) gedaan in de verbindingen waar de corporaties aan deelnemen. Tevens is de omvang van de afwaardering van projecten en grondposities in verbindingen afgenomen.

---

21. Denk bijvoorbeeld aan makelaarskosten, afkoop erfpacht en bouwkosten vanwege verkoop gereed maken.

22. In 2013 is het percentage nieuwbouwwoningen dat met korting werd verkocht verder gedaald. Ook is er relatief minder korting gegeven bij de woningen die wel met korting werden verkocht.

Het aantal verbindingen waar corporaties relaties mee hebben is in 2013 met circa 50 afgenomen tot 1.645 verbindingen (2012: 1.696 verbindingen). Ten opzichte van 2008-2009 is het aantal verbindingen met circa 260 afgenomen. De inbreng van financiering vanuit de toegelaten instelling in de verbindingen is licht gedaald tot € 3,2 miljard in 2013 (-1% ten opzichte van 2012)[23]. In 2008 bedroeg de totale omvang van de financiële relatie nog € 5 miljard. De inbreng van financiering bestaat uit de componenten: kapitaaldeelname, leningen, rekening courant en garanties. Door gecumuleerde verliezen bij verbindingen is er van de totale kapitaaldeelname ter grootte van € 1,5 miljard inmiddels circa € 1,1 miljard verdampt. Dit is zonder de verliezen op verbindingen die inmiddels zijn opgeheven of afgestoten.

Ten opzichte van de totale vastgoedportefeuille van de sector is het bezit in exploitatie bij verbindingen bescheiden. Het betreft 5.700 woongelegenheden en 4.500 niet-woongelegenheden. De niet-Daeb-activiteiten in verbindingen [24] hebben in 2013 geen positief rendement opgeleverd.

De direct zichtbare niet-Daeb-activiteiten in 2013 hebben een negatief resultaat van € 170 miljoen (de optelling van de drie bovenstaande posten: - € 55 miljoen, - € 53 miljoen en- € 62 miljoen) gegenereerd. In andere W&V-posten zijn mogelijk verdere verliezen verwerkt die betrekking hebben op niet-Daeb (bijvoorbeeld nieuwbouw huur niet-Daeb).

De exploitatie van niet-Daeb-bezit levert daarnaast (nog) geen marktconform rendement op (3,4% versus norm van 4,5% zoals in hoofdstuk 2 eerder is uiteengezet) uitgaande van de kasstroomcijfers. In de aanloop naar de administratieve scheiding ligt op dit punt nog een uitdaging voor de sector.

3.1.6 Financiële baten en lasten

Het saldo van de financiële baten en lasten bedraagt in 2013 - € 3,2 miljard. Veruit het grootste deel van deze post bestaat uit rentelasten en soortgelijke kosten[25]. In omvang zijn de rentelasten en de rentebaten vrijwel gelijk gebleven. Het saldo van deze posten bedraagt - € 3,5 miljard. De mutatie van de rentabiliteits-waardecorrectie is afgenomen tot € 388 miljoen (2012: € 712 miljoen). Door minder negatieve herwaarderingen zijn de posten waardeveranderingen financiële vaste activa en opbrengst van vorderingen gezamenlijk € 240 miljoen hoger dan vorig jaar.

Box: andere uitwerking waarde-effecten in v&w gebaseerd op marktwaarde in verhuurde staat

Bij waardering tegen marktwaarde neemt het resultaat in 2013 van een aantal posten af:

- verkoop vastgoedportefeuille;
- niet-gerealiseerde waardeverandering vastgoedportefeuille;
- overige waardeveranderingen;
- mutatie actuele waarde veel beperkter.

23. Deze relatie is vaak vormgegeven via een holding.

24. Vooral projectontwikkeling of het bouwen van huurwoningen tegen kostprijs voor de toegelaten instelling.

25. Hieronder zijn ook begrepen de kosten van derivaten en eventuele afsluitprovisies.

Doordat de marktwaarde is gebaseerd op de waarde van het vastgoed in verhuurde staat, levert verkoop van verhuurd vastgoed nauwelijks resultaat op. Bij verkoop van een lege woning kan wel een positief resultaat ontstaan omdat de leegwaarde hoger is dan de marktwaarde. Verkoopkosten en kortingen bij verkoop reduceren het resultaat.

De verkoop van woningen met korting neemt de laatste jaren af. Ook heeft pakketverkoop van verhuurde woningen een prijsdrukkend effect. Afgezien van tussentijdse prijseffecten mag verondersteld worden dat de opbrengst van de verkopen redelijkerwijs aansluiten op de marktwaarde van de woningen.

De (niet-gerealiseerde) waardeontwikkeling het vastgoed is mede afhankelijk van de ontwikkeling van de gemiddelde WOZ-waarde en het huurniveau. Deze post is beperkt negatief (in vergelijking met cijfers van individuele corporaties die waarderen op marktwaarde is het ook minder negatief). Dit wordt gedeeltelijk verklaard door een voorzichtige waardebepaling door CFV ultimo 2012.

Het onrendabele investeringsdeel is bij marktwaarde aanzienlijk kleiner dan bij de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde. Immers, de marktwaarde van nieuw vastgoed is aanzienlijk hoger dan de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde, die is gebaseerd op het huurbeleid van corporaties. De marktwaarde van vastgoed is een meer exogene waarde, gebaseerd op marktconform gedrag.
Bij marktwaarde is het jaarresultaat van 2013 circa € 11 miljard lager dan het volkshuisvestelijke resultaat. Binnen de context van de gekozen waarderingsgrondslag zijn beide resultaten van gelijke betekenis.

3.2 Kasstromen

Met ingang van verslagjaar 2013 wordt er in de dVi een overzicht van de gerealiseerde kasstromen opgevraagd over de twee laatste verslagjaren. Hierdoor is het, ondanks de overgang op de functionele resultatenrekening, toch mogelijk om de ontwikkeling van het vanouds gehanteerde begrip nettobedrijfslasten en nettto-exploitatiekasstroom te tonen. Ook sluit de informatie over gerealiseerde kasstromen beter aan bij de informatie over de toekomstige kasstromen die corporaties opgeven in de dPi [26].

In de dPi's van voorgaande jaren is trouwens ook al steeds informatie opgegeven over de gerealiseerde kasstromen in het voorgaande verslagjaar. Hiermee is het mogelijk om voor de kasstromen die in deze paragraaf worden gepresenteerd ook de ontwikkeling in verleden en toekomst te tonen.

26. De resultatenrekening hanteert een baten- en lastenstelsel.

3.2.1 Nettobedrijfslasten en onderhoudsuitgaven dalen in 2013

De nettobedrijfslasten bevatten alle uitgaven in verband met de exploitatie van verhuureenheden exclusief onderhoud. Ze worden echter ook beïnvloed door de resultaten van operationele nevenexploitaties. Het belang van de nettobedrijfslasten is dat ze inzicht geven in de kosten die corporaties maken in verband met de exploitatie van verhuureenheden en andere exploitaties.

Tabel 6 Netto bedrijfslasten op basis van kasstromen (x € 1)

	2012	2013	mutatie (%)
Personeelslasten	754	743	-1,5
Overige bedrijfslasten	1.230	1.197	-2,7
Onderhoudslasten (excl. tlv personeelskosten en andere kasstromen)	1.257	1.187	-5,5
Variabele lasten	**3.241**	**3.127**	**-3,5**
Af: Onderhoudslasten (incl. tlv personeelskosten en andere kasstromen)	-1.345	-1.270	-5,6
Brutobedrijfslasten	**1.896**	**1.857**	**-2,0**
Af: Vergoedingen	-305	-315	3,4
Af: Overige bedrijfsopbrengsten	-142	-123	-13,6
Af: Geactiveerde productie ten behoeve van het eigen bedrijf	-62	-54	-12,0
Nettobedrijfslasten	**1.387**	**1.365**	**-1,6**

De nettobedrijfslasten worden afgeleid van de brutobedrijfslasten. Deze bedragen op kasbasis in 2013 gemiddeld € 1.857,- per verhuureenheid. Dat is 2% minder dan in 2012 (€ 1.896,-). Zowel de personeelslasten als de overige bedrijfslasten dragen bij aan deze afname. Na saldering van de brutobedrijfslasten met (i) vergoedingen (servicekosten), (ii) overige opbrengsten (contractkosten, vergoeding voor vve-beheer) en (iii) toerekening van kosten aan investeringsprojecten, resteren de nettobedrijfslasten. In 2013 bedragen die € 1.365,- per verhuureenheid. Dat is 1,6% minder dan in 2012[27].

Een vergelijking van de nettobedrijfslasten met de exploitatielasten volgens de functionele resultatenrekening 2013 illustreert het definitieverschil tussen beide.

Volgens de resultatenrekening bedraagt de som van de lasten verhuur- en beheeractiviteiten en overige directe operationele lasten exploitatie bezit € 1.316,- per verhuureenheid[28].Indien vanuit dit begrip een herleiding naar het begrip nettobedrijfslasten op basis van het baten- en lastenstelsel wordt gemaakt, dan moet als volgt te werk worden gegaan.

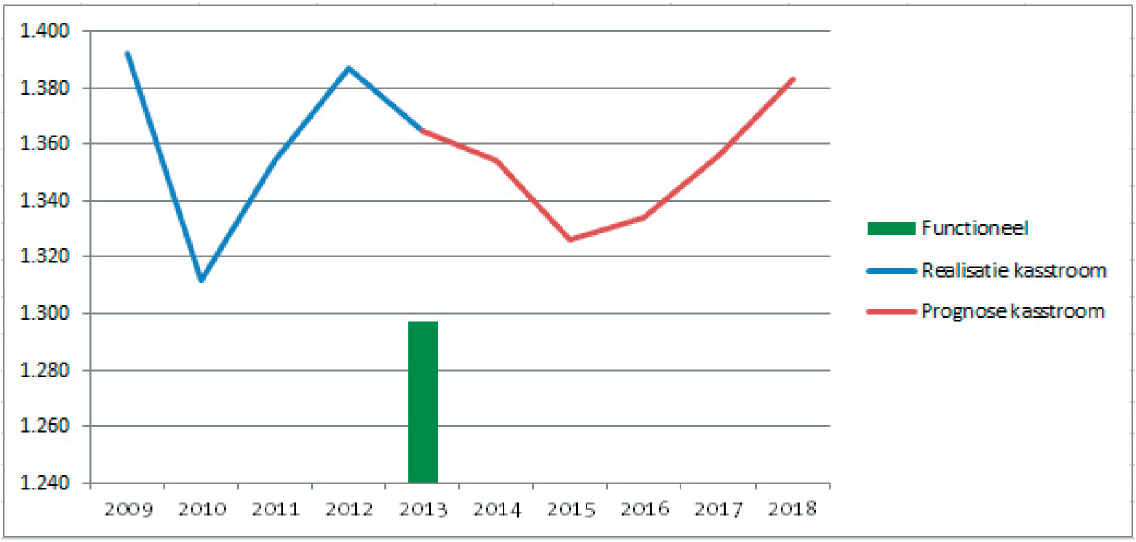
27. De categorale winst- en verliesrekening gaf vorig jaar voor het verslagjaar 2012 € 1.397,- aan. Dit sluit redelijk aan bij de € 1.387,- op basis van de gerealiseerde kasstroom van 2012.

28. Zoals hiervoor is aangeduid, zijn in dit bedrag waarschijnlijk de heffing saneringsbijdrage en een toerekenbaar deel van de leefbaarheidskosten onvoldoende opgenomen.

Het bedrag van € 1.316,- per verhuureenheid dient dan te worden gecorrigeerd voor (i) de verhuurder-heffing en heffing saneringsbijdrage die niet in de nettobedrijfslasten zijn meegenomen en (ii) de leefbaarheidslasten die wel geheel in de nettobedrijfslasten zijn meegenomen. Na deze correctie komt de functionele resultatenrekening uit op naar schatting € 1.297,- per verhuureenheid. Exclusief leefbaarheidslasten, die waarschijnlijk niet geheel nodig zijn voor de exploitatie van het vastgoed[29],bedragen de beheerlasten volgens de resultatenrekening € 1.201,- per verhuureenheid. Begripsmatig blijft er echter een verschil met de benadering op basis van de kasstroomcijfers. De afleiding uit de W&V is sterker gericht op de activiteit verhuurexploitatie, terwijl in de kascijfers de nettobedrijfslasten de resultante zijn van alle activiteiten. Tekorten op de andere activiteiten komen in de W&V afleiding niet voor rekening van de verhuurexploitatie.

Voor 2014 en 2015 verwacht de sector een verdere afname van de nettobedrijfslasten. Voor de jaren daarna wordt een nominale stijging voorzien. Dit is mede ingegeven door inflatie. Toch liggen de in 2018 verwachte nettobedrijfslasten gemiddeld per verhuureenheid nog net onder die van 2013. Het aantal fte's dat in de sector werkt, nam in 2013 met ruim 1.500 af tot 26.264. Deze ontwikkeling is een versnelling van de dalende trend uit de voorgaande jaren. 2010 was het jaar waarin de meeste fte's werkzaam waren in de sector (28.368). Inmiddels is dit aantal met 7,4% afgenomen. Na eerdere afbouw van de formatie in de projectontwikkeling, vindt nu de reductie plaats in de kernexploitatie. Naar verwachting neemt het aantal fte's de komende jaren verder af. Veel corporaties reorganiseren de bedrijfsvoering en deze trajecten lopen door tot 2015.

Grafiek 14 Ontwikkeling netto bedrijfslasten per verhuureenheid (x €1,-)



29. In de functionele resultatenrekening dient de afbakening tussen exploitatie en leefbaarheid nog te worden verscherpt.

Tabel 7 Ontwikkeling aantal verhuureenheden en fte´s

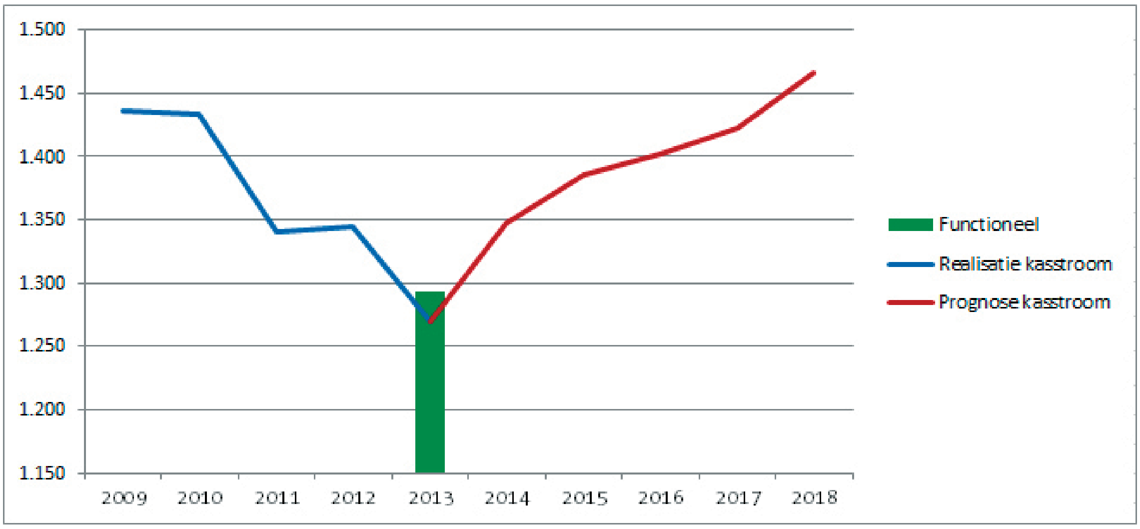
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Aantal gewogen vhe	2.441.263	2.461.250	2.468.744	2.479.530	2.480.718	2.490.378
Aantal fte	26.595	28.007	28.368	28.233	27.824	26.264
Aantal vhe's per fte	91,8	87,9	87,0	87,8	89,2	94,8
Ontwikkeling aantal fte's t.o.v. voorgaand jaar (%)	0,5	5,3	1,3	-0,5	-1,5	-5,6

Onderhoud

Volgens de kasstroominformatie bedragen de onderhoudskosten in 2013 € 1.270,- per verhuureenheid. Dit is nagenoeg gelijk aan de onderhoudslasten volgens de functionele resultatenrekening (€ 1.293,-).
Uitgaande van het kascijfer zijn de onderhoudsuitgaven in 2013 met € 75,- per verhuureenheid afgenomen.
Deze ontwikkeling komt overeen met de dalende trend in de afgelopen jaren.

De sector verwacht echter dat deze trend in 2014 wordt gebroken. Na een scherpe stijging van de gemiddelde onderhoudslasten in 2014 volgt een wat meer gematigde toename in de jaren daarna. Een aandachtspunt hierbij is of de geraamde uitgaven voldoende zijn om de gewenste kwaliteit en conditie van het vastgoed te waarborgen. De resterende exploitatieduur van de woongelegenheden is met 23,5 jaar in 2013 nagenoeg even lang als in 2012 (23,7 jaar).

Grafiek 15 Ontwikkeling onderhoudsuitgaven (x € 1,-)



3.2.2 Netto-exploitatiekasstroom

De netto-exploitatiekasstroom geeft een overzicht van alle in- en uitgaande geldstromen die samenhangen met de exploitatie van het vastgoed en nevenexploitaties die als operationeel zijn te typeren. Het belang van de netto-exploitatiekasstroom is groot. Hij laat zien hoeveel er vanuit de exploitatie overblijft voor de betaling van rente, aflossingen, heffingen en nieuwe (onrendabele) investeringen.

Netto-exploitatiekasstroom sterk verbeterd

De sectorale netto-exploitatiekasstroom is verbeterd in 2013. De huurinkomsten per verhuureenheid zijn door de corporaties verhoogd met gemiddeld 4,1%. Tegelijkertijd verlaagde zij de nettobedrijfslasten en de onderhoudslasten per verhuureenheid met respectievelijk 1,6% en 5,6%. Dit leidt tot een netto-exploitatiekasstroom op jaarbasis van € 2.932,- per verhuureenheid (voor rente, belastingen, verhuurderheffing en overheidsbijdragen). Dit is ruim € 300,- meer per verhuureenheid dan vorig jaar (2012: € 2.616,-).

Circa de helft van de netto-exploitatie kasstroom is besteed aan rente-uitgaven. Dit bedrag bleef vrijwel constant. De teruggave van vennootschapsbelasting is in 2013 duidelijk teruggelopen. De verwachting is dat corporaties in de komende jaren nettobetaler gaan worden.

De verhuurderheffing is in 2013 voor het eerst geïncasseerd. In de komende jaren zal dit bedrag aanzienlijk toenemen.

De heffing saneringsbijdrage is in dit overzicht buiten beschouwing gelaten omdat het effect ervan op sectorniveau per saldo neutraal is. Op individueel niveau drukt de heffing saneringsbijdrage uiteraard wel de operationele kasstroom. De operationele kasstroom resteert indien de heffing saneringsbijdrage in mindering wordt gebracht op de exploitatiekasstroom na rente, belasting, verhuurderheffing en overheidsbijdragen.

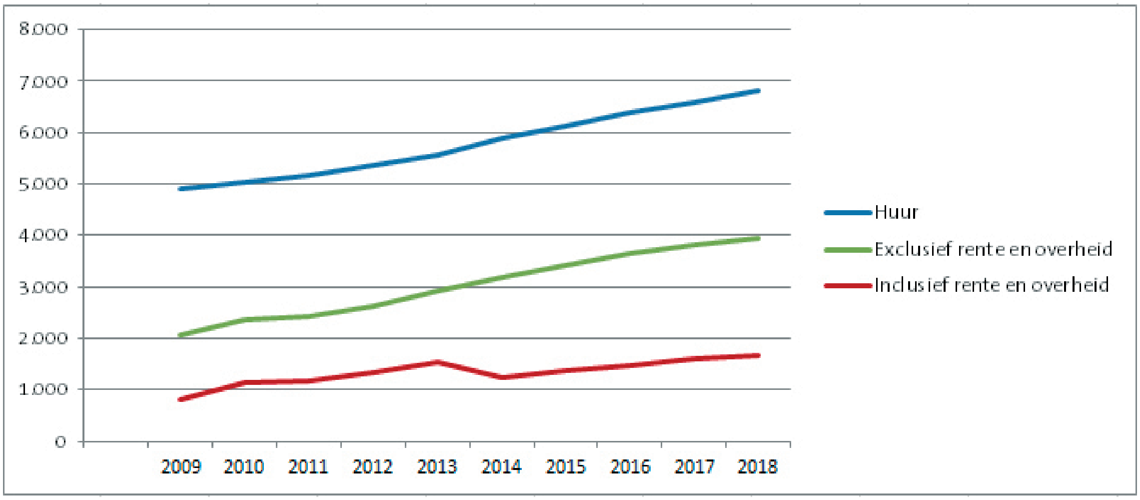
Tabel 8 Netto-exploitatiekasstroom per verhuureenheid

	2012 (x €1,-)	2013 (x €1,-)	Mutatie (%)
Huur	5.356	5.575	4,1
AF: Nettobedrijfslasten	-1.387	-1.356	-1,6
AF: Onderhoudslaten (incl. tlv personeelskosten en andere kasstromen)	-1.345	-1.270	-5,6
Af: Erfpacht	-9	-9	-4,1
Netto-exploitatiekasstroom voor rente, belastingen en overheidsbijdragen	**2.616**	**2.932**	**12,1**
Af: Rente-uitgaven	-1.488	-1.484	-0,3
Af: Verhuurdersheffing	-0	-17	
Af: Vennootschapsbelasting	66	25	-62,1
Rente-ontvangsten	117	83	-28,9
Overheidsbijdragen	25	13	-47,1
Netto-exploitatiekasstroom na rente, belastingen en overheidsbijdragen	**1.335**	**1.552**	**16,2**

Indien wordt gekeken naar de ontwikkeling van de netto-exploitatiekasstroom in de tijd, dan blijkt dat de stijgende trend uit het verleden in 2013 is doorgetrokken. Mede onder invloed van de huurstijgingen zet deze trend in de periode tot 2018 verder door bij de netto-exploitatiekasstroom voor correctie van rente, verhuurderheffing, belastingen en overheidsbijdragen. Door de sterke toename van vooral de verhuurderheffing in 2014 toont de wel gecorrigeerde netto-exploitatiekasstroom in 2014 echter een terugval. Daarna volgt herstel.

Het belang van de netto-exploitatiekasstroom bij de financiering van investeringen neemt hierdoor toe. Ook de verkoopopbrengst van bestaande woningen draagt hieraan bij. De financiering met eigen middelen dempt de schuldontwikkeling, waardoor de kasratio's verbeteren.

Grafiek 16 Ontwikkeling netto-exploitatiekasstroom per verhuureenheid (x € 1,-)



3.2.3 Rente en liquiditeitsratio's

In 2013 bedraagt het gemiddelde rentepercentage op de leningportefeuille 4,08%. Op basis van de opgave in de prognose informatie daalt dit percentage in 2014 tot 4,06%. Voor de periode daarna houden corporaties rekening met een stijging van de rente. Hierdoor laat de reeks vanaf 2015 een licht stijgende trend zien.

Om zicht te krijgen op de mate waarin corporaties hun financiële verplichtingen kunnen nakomen, wordt gebruik gemaakt van de ratio's ICR en DSCR. Deze indicatoren relateren de operationele kasstroom van corporaties aan financiële verplichtingen in verband met de financiering met vreemd vermogen van de corporatie.

Tabel 9 Ratio's

	Realisatie	Prognose				
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ICR	1,83	1,63	1,75	1,83	1,92	1,99
DSCR	1,22	1,07	1,17	1,22	1,28	1,33
Rentepercentage	4,08	4,06	4,21	4,29	4,39	4,48

ICR staat voor Interest Coverage Ratio en geeft aan in welke mate een onderneming de rentelasten kan voldoen uit de operationele kasstroom. In de corporatiesector wordt hierbij uitgegaan van de totaal te betalen rente in een jaar en het saldo van de operationele kasstromen (exclusief rente).

Het belang van de ICR is het inzicht in de mate waarin een corporatie kan voldoen aan de rentebetalingen. Bij de individuele beoordeling van corporaties wordt een signalerings- of grenswaarde van 1,4 gehanteerd.

DSCR staat voor Debt Service Coverage Ratio. Deze ratio geeft aan in welke mate een onderneming de rentelasten en aflossingen kan voldoen uit de operationele kasstroom. In de corporatiesector wordt hierbij voor de noemer uitgegaan van de totaal te betalen en ontvangen rente (inclusief toerekeningen aan investeringsprojecten) in een jaar en de genormeerde aflossingsverplichting. De tellerwaarde is gebaseerd op het saldo van alle operationele inkomsten en uitgaven op kasbasis (exclusief renteverplichtingen), rekening houdend met toerekeningen aan investeringsprojecten[30].

Het belang van de DSCR is het inzicht in de mate waarin corporaties de financieringsverplichtingen na kunnen komen rekening houdend met de genormeerde aflossing. Bij de individuele beoordeling van corporaties wordt een signalerings- of grenswaarde van 1,0 gehanteerd.

De ICR en de DSCR bevinden zich in 2013 ruim boven de grenswaarden. De ICR komt uit op 1,83 en de DSCR op 1,22. Vanaf 2014 drukt de verhuurderheffing de ontwikkeling van de kasuitgaven. In de door corporaties aangeleverde gegevens komen deze extra kosten duidelijk tot uitdrukking. De ICR en DSCR nemen beide af, waarbij de DSCR in 2014 relatief dicht in de buurt komt van de grenswaarde van 1,0. Daarna stijgt hij weer waardoor het (voor de individuele beoordelingen relevante) gewogen gemiddelde over de hele vijfjarige prognoseperiode uitkomt op 1,17. Het realiseren van de voornemens is uiteraard van belang voor het waarmaken van deze prognoses. Overigens is in deze cijfers nog uitgegaan van een saneringsbijdrage voor 2015 (corporaties raamden hiervoor € 322 miljoen in 2015). Het bestuur van CFV heeft inmiddels besloten de heffing voor 2015 op nul te stellen.

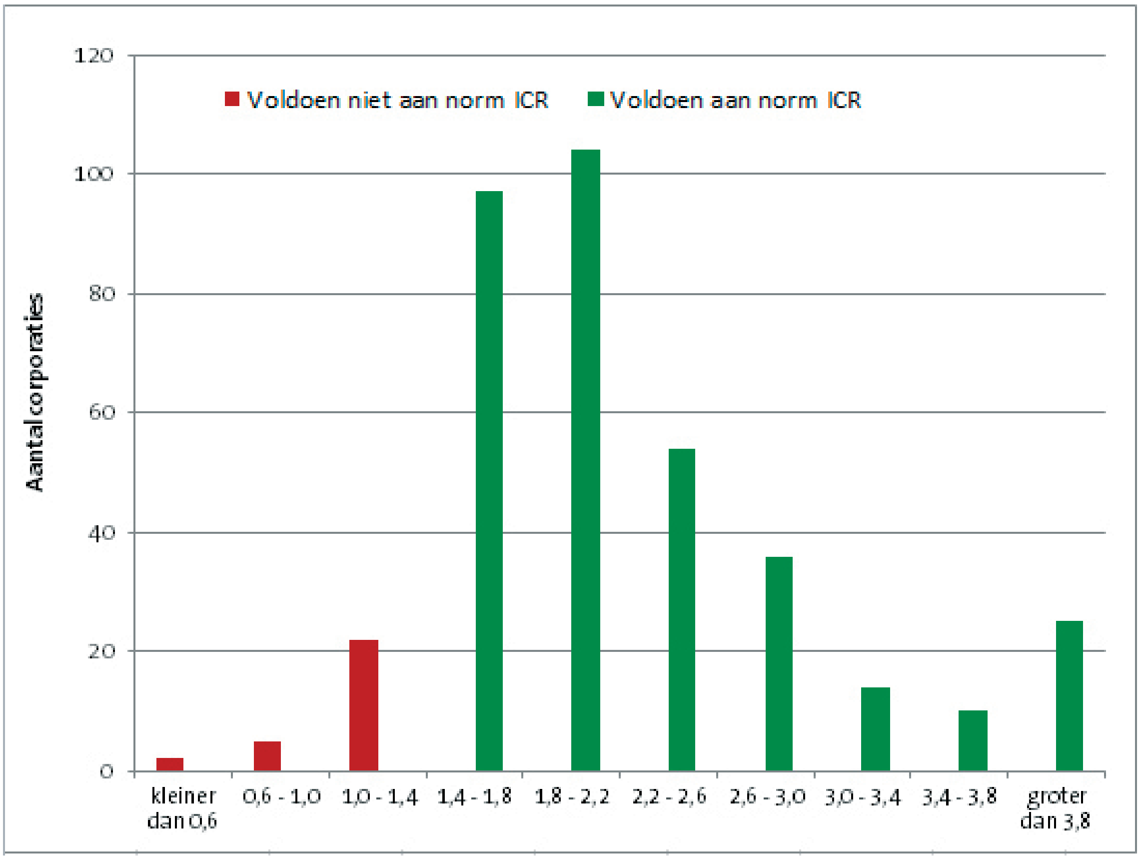
Na 2014 laten de ICR en de DSCR zien dat de kasratio’s verbeteren. Deze ontwikkeling wordt hoofdzakelijk verklaard door de huurverhogingen en lagere bedrijfslasten. Daarnaast draagt ook de relatief lage raming voor de rente hieraan bij. Dit wordt gedeeltelijk gecompenseerd door de toename van de verhuurderheffing in de jaren na 2014.

30. CFV en WSW gebruiken eigen definities van de DSCR. CFV richt zich vooral op de vraag of de verhuurexploitatie voldoende mogelijkheid biedt op aflossing van de in de prognose ontwikkelende schuld. WSW richt zich meer op de beoordeling of de operationele kasstroom en de verkoopopbrengsten in de vijfjaarsperiode voldoende mogelijkheid biedt op aflossing van de schuld op balansmoment.

Bij nadere analyse van de spreiding binnen de sector valt op dat veruit het grootste deel van de corporaties voldoet aan de ICR-grenswaarde. Bovendien bevindt meer dan de helft van de corporaties zich boven het sectorgemiddelde. Er zijn echter 29 corporaties met een ICR tussen 0 en 1,4. Deze voldoen in 2013 niet aan de grenswaarde. Verder zijn er zeven corporaties met een ICR van 0, omdat ze geen rente-uitgaven hebben. Deze zijn niet in onderstaande cijfers meegenomen.

Het beeld op sectorniveau is op grond van de raming van individuele corporaties relatief gunstig. Op individueel niveau doen zich fricties voor. In dit kader is het belangrijk dat individuele corporaties in staat zijn om bij te sturen wanneer de ICR zich beneden de grenswaarde bevindt. Doel hierbij is dat de ICR zich binnen enkele jaren op het gewenste niveau bevindt. Gezien de impact van de verhuurderheffing in 2014 zal verbetering van de ICR in 2014 ook op individueel niveau lastig zijn.

Grafiek 17 Spreiding ICR 2013



4

Meerjarenverkenning financiële positie corporatiesector

De gevoeligheidsanalyses in deze meerjarenverkenning bevestigen het beeld dat de verstevigde financiële positie van de sector niet zonder risico's is. Lage inflatie, geen huurverhogingen boven inflatie vanaf 2015 en extra uitgaven voor onderhoud en beheer kunnen over een periode van tien jaar een flinke impact hebben op de nu degelijke waarden van de sectorratio's. Ook wordt inzichtelijk dat het meer op peil houden van de gemiddelde levensduur van het vastgoed aanzienlijke investeringen vergt[31].

4.1 Inleiding

Zeker in de huidige turbulente tijden is het van belang nader te analyseren hoe de financiële ontwikkeling van de corporatiesector eruit ziet en wat hierbij risico's zijn. Om grip te krijgen op de toekomstige ontwikkelingen stelt CFV een meerjarenverkenning op voor de periode 2014 - 2023.

Voor deze meerjarenverkenning is een basisscenario opgesteld. Dit scenario is gebaseerd op door corporaties aangeleverde prognose informatie (dPi) en verantwoordingsinformatie (dVi).

Anders dan bij de meerjarenverkenning van april 2014 (Meerjarenverkenning 2013 - 2022) neemt CFV in deze verkenning de door de corporaties opgegeven (des)investeringen voor de periode 2014 - 2018 over. Dit maakt inzichtelijk of de door corporaties voorgenomen activiteiten in de periode 2014 - 2018 in financieel opzicht ook daadwerkelijk te realiseren zijn. Voor het (des)investeringsprogramma in de periode 2019-2023 heeft CFV aannames gedaan die voortbouwen op de trend in de daaraan voorafgaande jaren.

Het basisscenario sluit aan op de voorgaande hoofdstukken. Dit houdt in dat de verwachtingen die ten grondslag liggen aan de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde en de marktwaarde in verhuurde staat overeenkomen met de uitgangspunten van het basisscenario.

Binnen het basisscenario is nader onderscheid gemaakt naar drie regio's. De (des)investeringsprogramma's van deze regio's zijn gebaseerd op de opgave van de corporaties werkzaam in deze gebieden. Daarnaast zijn de uitgangspunten in de exploitatie gebaseerd op weging van de waarden die voor afzonderlijke corporaties in de regio zijn gehanteerd.

31. De financiële analyses in deze meerjarenverkenning zijn uitgevoerd in het model SBI van Ortec Finance.

Vervolgens is doorgerekend wat dit betekent voor de financieringsbehoefte van deze regio's en de financiële stabiliteit van de regio.

Ook zijn er gevoeligheidsanalyses uitgevoerd op het basisscenario. Hierbij is aandacht besteed aan partiële analyses van:

- geen reële huurstijging vanaf 2015;
- hogere lasten voor onderhoud en beheer;
- extra investeringen in verband met het inperken van de teruggang in de gemiddelde economische levensduur van het vastgoed.

4.2 Basisscenario

De ontwikkeling van de financiële positie van corporaties is sterk afhankelijk van de voornemens van de corporaties.
In de startsituatie van het basisscenario zijn de exploitatievoornemens uit de volkshuisvestelijke exploitatie verwerkt.
De financiële effecten van de programmering (nieuwbouw, aankoop, woningverbetering, verkoop en sloop) worden zichtbaar in de prognosejaren. De relatie tussen de exploitatie en de (des)investeringen kent twee dimensies. Vermogenstechnisch dient de exploitatie het onrendabele deel van de (des)investeringen te kunnen opvangen. Daarnaast besteden corporaties veel aandacht aan de samenhang tussen (i) de inkomende operationele- en de desinvesteringskasstroom en (ii) de uitgaande investeringskasstroom.

De uiteindelijk resulterende financieringsbehoefte dient te passen binnen de financiële continuïteitskaders van zowel de individuele corporaties als de sector als geheel. Dit kan spanning opleveren tussen een in kaart gebrachte investeringsopgave en de financiële continuïteit van een corporatie. Gegeven de doelstelling 'het duurzaam nastreven van financiële continuïteit' prioriteren corporaties dan de programmering en optimaliseren zij de exploitatie. De mate van aansluiting tussen (i) een publiek (lokaal/ regionaal) geformuleerde opgave en (ii) de programmering na prioritering door de corporaties is onduidelijk. Immers, een publiek geformuleerde opgave is niet beschikbaar. Bovendien is dit niet direct het terrein van een financieel toezichthouder.

In de gepresenteerde uitkomsten wordt geen verbijzondering gemaakt naar de Daeb- en de niet-Daeb-tak. CFV heeft over dit thema eind juni 2014 een uitgebreide analyse uitgebracht. Wel is bij de programmering en bij de uitwerking van het exploitatiebeleid rekening gehouden met verschillende uitgangspunten voor Daeb en niet-Daeb.

4.2.1 Ramingen (des)investeringsprogramma: omvang sector daalt met circa 3%

Het (des)investeringsprogramma gaat uit van twee perioden van ieder vijf jaar: 2014-2018 en 2019-2023. Het te realiseren programma is in beide perioden ongeveer gelijk. In de eerste vijf jaar is de mutatie in het aantal woningen iets groter dan in de tweede periode. Daar staat tegenover dat er in de tweede periode meer wordt uitgegeven aan woningverbetering.

Cumulatief worden er in tien jaar tijd 260.000 woningen aan de sector onttrokken door verkoop en sloop. Daar staat tegenover dat er in die periode ook 190.000 woningen aan de sector worden toegevoegd door nieuwbouw en aankoop. In de programmering is ook rekening gehouden met de bouw van 22.500 koopwoningen over tien jaar. Hierbij is het uitgangspunt gehanteerd dat deze geen bijdrage leveren aan het resultaat.

De omvang van de sector daalt dus licht in tien jaar tijd (70.000 eenheden ofwel circa 3%).

Bij de levensduur is de startpositie gegeven door de opgave van de corporaties. Jaarlijks neemt de gemiddelde levensduur met een jaar af en het (des) investeringsprogramma compenseert deze ontwikkeling gedeeltelijk.

Tabel 10 (Des)investeringsprogramma

	Nieuw-bouw huur	Verkopen		Sloop	Aankoop	Koop	Verbetering (x € 1 miljard)
		Individueel	Complex-gewijs				
2014-2018	100.000	-70.000	-12.000	-50.000	5.000	15.000	8,3
2019-2023	80.000	-70.000	-8.000	-50.000	5.000	7.500	12,0
2014-2023	180.000	-140.000	-20.000	-100.000	10.000	22.500	20,3
Gem. per jaar	18.000	-14.000	-2.000	-10.000	1.000	2.250	2,0

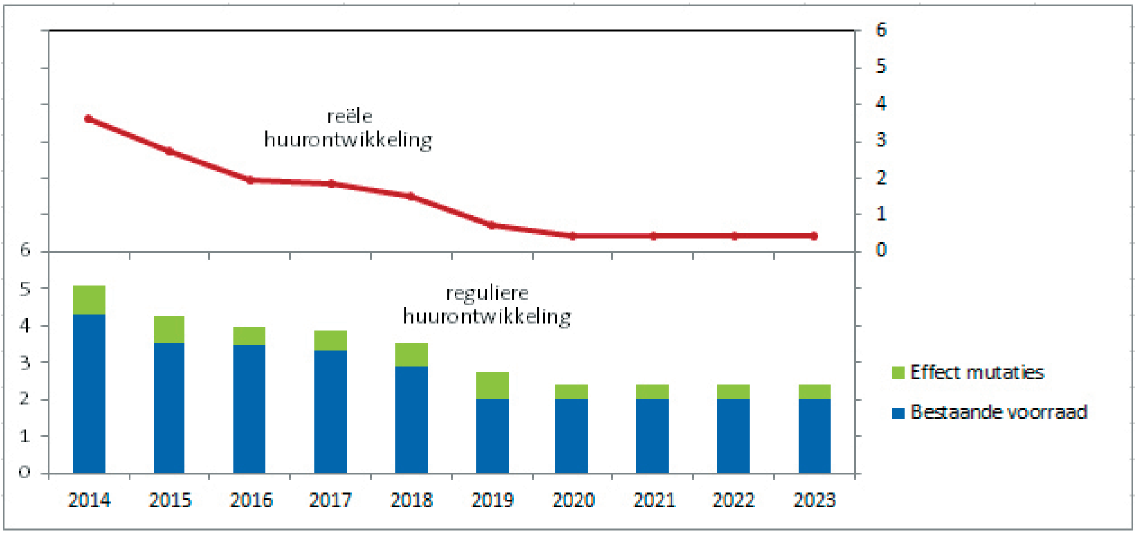
4.2.2 Ramingen huurbeleid: reële huurstijging met 17%

De raming van het huurbeleid voor de bestaande voorraad sluit aan bij de uitgangspunten die ten grondslag liggen aan de bepaling van de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde in de balans ultimo 2013. Voor de komende tien jaar (tot en met 2023) sluit de procentuele huurontwikkeling aan bij de verwachtingen die ten grondslag liggen aan de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde. De eerste vijf jaar is sprake van een reële huurstijging. Vanaf 2019 wordt uitgegaan van een jaarlijkse huurstijging met 2%. Dit sluit aan bij de inflatieverwachtingen voor die periode. De totale huurverhoging in tien jaar komt daarmee uit op 31%. Hiervan slaat 19% neer in de eerste periode van vijf jaar en 12% in de tweede periode.

Rekening houdend met de inflatieverwachting in het basisscenario is er sprake van 10% reële huurstijging voor de bestaande voorraad exclusief de effecten van investeringen en desinvesteringen.

De totale nominale huurontwikkeling voor de komende jaren wordt ook beïnvloed door het voorgenomen (des)investeringsprogramma. De stijging van de huur per eenheid is door dit effect reëel nog groter. In tien jaar tijd neemt de gemiddelde reële huur hierdoor toe met 17%. Per saldo neemt de reële huur met 7% toe als gevolg van (des)investeren. Bovendien beïnvloedt dit programma ook de kwaliteit van de vastgoedportefeuille.

Grafiek 18 Ontwikkeling huur (in %)



4.2.3 Macro-economische uitgangspunten

Onderstaande tabel bevat de economische uitgangspunten die als basis dienen voor het basisscenario. Hierbij is aansluiting gezocht bij de uitgangspunten in de financiële beoordeling voor 2014[32].
De inflatieverwachting voor 2014 is gebaseerd op cijfers van het CPB. Voor de periode daarna wordt uitgegaan van de sectorspecifieke evenwichtsparameters.
De loonkosten en beheerlasten zijn hiervan afgeleid en bedragen 1%-punt boven inflatie.

De uitgangspunten met betrekking tot de rente en de koopprijsontwikkeling wijken wel af van wat in de financiële beoordeling is gehanteerd. Bij de koopprijsontwikkeling is gebruik gemaakt van de meest recente informatie. Het verloop van de korte en lange rente ten behoeve van deze verkenning is gebaseerd op een economisch scenario van Ortec Finance. In de financiële beoordeling van individuele woningcorporatie komt de rentereeks al in 2015 uit op 5%.

Tabel 11 Economische parameters (in %)

	Inflatie	Loon	Korte rente	Lange rente	Markt	Onderhoud	Bouw
2014	1,50	2,50	0,58	2,45	1,00	1,50	1,50
2015	2,00	3,00	1,47	2,55	1,25	3,00	3,00
2016	2,00	3,00	2,10	3,71	2,00	3,00	3,00
2017	2,00	3,00	2,53	4,09	2,00	3,00	3,00
2018	2,00	3,00	2,84	4,37	2,00	3,00	3,00
2019 ev	2,00	3,00	3,55	5,00	2,00	3,00	3,00

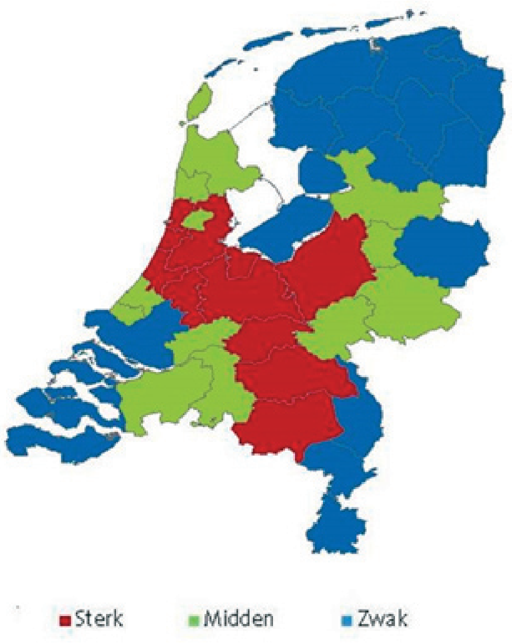
32. Zie de publicatie: normen en bronnen financiële beoordelingsmethodiek 2014. Deze is in februari 2014 gepubliceerd op onze website www.cfv.nl en in juli aangevuld.

4.2.4 Regionale spreiding

Om beter zicht te krijgen op eventuele regionale verschillen heeft CFV naast het nationale beeld ook een regionale analyse gemaakt. Hierbij is Nederland gesplitst in drie regio's, waarbij de kracht van de regionale woningmarkt als basis heeft gediend.

Als indicator voor de kracht van een regionale woningmarkt is uitgegaan van de WOZ-waarde van corporatiewoningen. Gebaseerd op door corporaties verstrekte gegevens op peildatum 1 januari 2012 is een driedeling naar woningmarktgebieden gemaakt. De Corop-regio's [33] met de hoogste WOZ-waarden hebben de meeste spanning op de koopwoningmarkt en vormen gezamenlijk de regio 'sterk'. Analoog aan deze benadering zijn ook de regio's 'midden' en 'zwak' samengesteld.

Figuur 1 Woningmarktgebieden



In sterke regionale woningmarkten bestaat meer spanning tussen vraag en aanbod van woningen dan in zwakkere regionale woningmarkten. Dit verschil leidt tot hogere prijzen voor koopwoningen in de sterkere regio's.

Voor huurwoningen zijn de regionale prijsverschillen minder groot. Dit hangt samen met de kernactiviteit van corporaties; de verhuur van woningen aan huishoudens met een relatief laag inkomen. Bij niet-Daeb-woningen is het effect van de markt zichtbaar.
Zowel in volume als in prijs. Door de focus op de huurontwikkeling in de Daeb-portefeuille zullen in de komende jaren de regionale verschillen groter worden. Het woningwaarderingsstelsel (inclusief de mogelijke aanpassingen) biedt voldoende ruimte voor deze differentiatie.

Door deze regionale verschillen stromen huurders in relatief zwakkere woningmarkt regio's makkelijker door naar een koopwoning dan in sterkere woningmarkten. Immers, uitgaand van de nettomaandlasten is het prijsverschil tussen koop- en huurwoningen in de zwakkere regio's minder groot. Een belangrijk gevolg is dat corporaties in de relatief zwakkere regionale woningmarkten eerder tegen grenzen aanlopen bij het verhogen van de huur dan in de relatief sterkere regio's.
Bovendien ontvangen corporaties in relatief zwakkere regionale woningmarkten gemiddeld een lagere prijs bij verkoop van vastgoed. Het genereren van extra inkomsten voor investeringen is hierdoor in de zwakkere woningmarkten een lastigere opgave.

33. Nederland is ingedeeld in 40 Corop-regio's, die bestaan uit meerdere aangrenzende gebieden. Deze indeling betreft een niveau tussen gemeenten en provincies en leent zich goed voor regionale analyses.

Qua omvang is de regio sterk het grootst met 37% van de woningen en regio midden het kleinst (29%). De schuld per woning is in de regio midden het hoogst en de solvabiliteit het laagst. Daarmee is de uitgangssituatie van deze regio het minst gunstig.

4.3 Uitkomsten en conclusies basisscenario

In het sectorale basisscenario en de regionale varianten blijven de financiële prestaties van corporaties op geaggregeerd niveau boven de voor de sector geformuleerde bufferwaarden. Dit houdt in dat op sectorniveau wordt uitgegaan van een realistisch (des)investeringsprogramma.

Tabel 12 Kenmerken regio's (ultimo 2013)

	Nederland	Zwak	Midden	Sterk
Aantal Woningen	**2.267.199**	**780.889**	**651.695**	**834.615**
aandeel woningvoorraad (%)		34,4	28,7	36,8
Levensduur (jaar)	**23,8**	**23,2**	**24,3**	**24,3**
Schuld per vhe (x € 1,-)	**35.698**	**34.738**	**37.616**	**35.099**
Vastgoedwaarde per vhe				
Aandeel Daeb vhv-exploitatiewaarde (%)	86,5	88,3	87,9	83,9
Aandeel niet- Daeb vhv-exploitatiewaarde (%)	13,5	11,7	12,1	16,1
Bedrijfswaarde Daeb (x € 1,-)	44.696	43.666	46.784	44.030
Bedrijfswaarde niet-Daeb (x € 1,-)	128.640	128.130	121.191	133.930
aandeel Daeb marktwaarde (%)	92,7	93,5	93,3	91,7
aandeel niet-Daeb marktwaarde (%)	7,3	6,5	6,7	8,3
Marktwaarde Daeb per eenheid (x € 1,-)	87.317	80.443	86.817	94.221
Marktwaarde niet-Daeb per eenheid (x € 1,-)	126.752	124.722	116.333	135.044
Solvabiliteit (%)				
Bedrijfswaarde (%)	31,7	30,8	29,4	33,4
Marktwaarde (%)	57,4	55,4	54,5	61,0

4.3.1 Sectorale solvabiliteit op basis van de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde

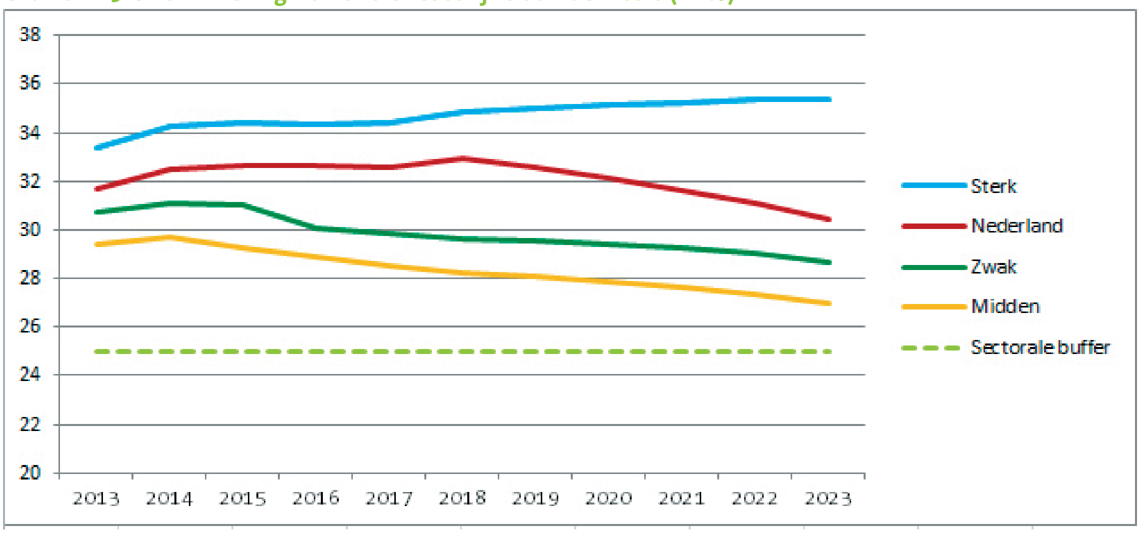
De solvabiliteit blijft in de projectieperiode ruim boven de sectorbuffer van 25%.
Dat geldt voor Nederland als geheel en ook voor de drie regio's. Het is van belang te benadrukken dat er binnen de regio's sprake is van spreiding. De doorrekening is niet gericht op de solvabiliteitsontwikkeling van individuele corporaties binnen een 'regio'.

In de eerste jaren van de projectieperiode neemt de solvabiliteit voor de sector als geheel toe tot 33,0% in 2018. Daarna volgt een lichte maar constante afname. In 2023 bedraagt de volkshuisvestelijke solvabiliteit 30,4%. Weliswaar op een ander niveau is deze ontwikkeling nagenoeg gelijk voor de regio's midden en zwak. Wel is de daling van de solvabiliteit in deze regio's iets scherper dan landelijk. De regio sterk laat een hele andere ontwikkeling zien.
De volkshuisvestelijke solvabiliteit neemt in deze periode toe tot 35,4% in 2023.

Deze relatief gunstige ontwikkeling is een resultante van verschillende oorzaken
De regio sterk (i) verkoopt meer woningen, (ii) heeft een groter aandeel niet-Daeb met een hogere waarde en rekent een hogere huurverhoging. De regio sterk doet hierdoor een minder groot beroep op vreemd vermogen dan de andere regio's, ondanks de hogere uitgaande kasstroom vanwege de verhuurderheffing.

Bij waardering van het vastgoed tegen marktwaarde ontstaat een heel ander verloop van de solvabiliteit in de projectieperiode.
In plaats van een dalende trend is hier een verbetering van de solvabiliteitswaarde voor heel Nederland te zien tot 64,6% in 2023.
Hoewel er niveauverschillen zijn tussen de verschillende regio's is het verloop van de ontwikkeling voor alle regio's nagenoeg gelijk aan het totaal van de sector.
Belangrijke verklaring hiervoor is de groei van het eigen vermogen die voor een substantieel deel wordt veroorzaakt door de waardestijging van het vastgoed.

Grafiek 19 Ontwikkeling volkshuisvestelijke solvabiliteit (in %)

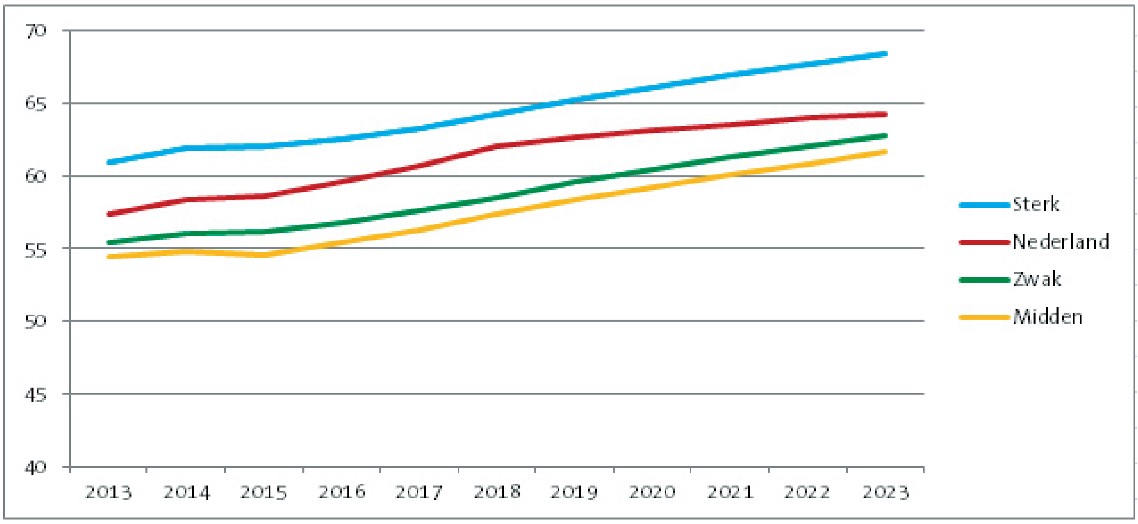


De waardestijging van het vastgoed hangt samen met de stijging van de koopprijzen en de stijging van de huurprijzen.
In de modellering zijn eventuele effecten vanwege de veroudering van de portefeuille nog onvoldoende vormgegeven. In de prognoseperiode is geen regionale differentiatie opgenomen in de prijsontwikkeling. Bestaande verschillen in marktwaarde worden op deze wijze geëxtrapoleerd.

De (des)investeringen leveren een negatieve bijdrage aan de waardeontwikkeling en de ontwikkeling van het eigen vermogen.
Per saldo ontwikkelt de waarde zich hierdoor met circa de helft van de aangehouden prijsstijging voor koopwoningen. De groei van het eigen vermogen wordt daarnaast beïnvloed door het direct rendement op het eigen vermogen (operationele kasstroom na rente en voor vennootschapsbelasting).

De zeer beperkte groei van de nominale schuld, op zichzelf een uitdrukking van de financieringsbehoefte die het (des) investeringsprogramma en de operationele kasstroom oproept, is ook van invloed op de ontwikkeling van de solvabiliteit.
Bij de duiding van de solvabiliteit op basis van de marktwaarde is het van belang de ontwikkeling van het direct rendement op het vastgoed en het eigen vermogen te betrekken. Achtergrond hierbij is het niet nastreven van een marktconform rendement in de corporatiesector.

Grafiek 20 Ontwikkeling solvabiliteit obv marktwaarde (in %)



4.3.2 Direct rendement op vastgoed

Het direct rendement is op sectorniveau nagenoeg constant en bedraagt gemiddeld 3,2% over de tienjaarsperiode. In vergelijking met het cijfer over 2013 (3,1%) laat 2014 een verbetering zien[34]. Het direct rendement op niet-Daeb laat over de hele periode een marktconform rendement zien van 4,7% direct rendement[35]. Het direct rendement op het Daeb-bezit bedraagt gemiddeld 3,1%. Hoewel de omvang van de verhuurderheffing in de periode 2014-2018 sterk oploopt leidt dit niet tot een daling van het totaal rendement. Dit betekent dat corporaties in de exploitatie, vooral door de huurstijgingen, compensatie weten te vinden voor de verhuurderheffing. Het direct rendement blijft hierdoor vrij stabiel terwijl de vastgoedwaarde licht toeneemt.

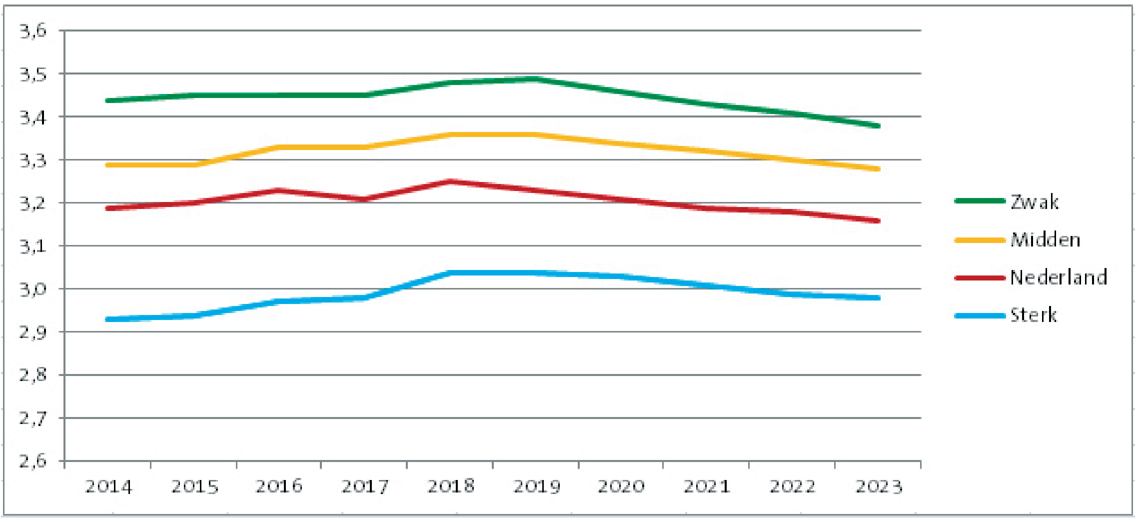
Ook de verschillen per regio zijn beperkt. Opvallend is dat het direct rendement in de regio sterk het laagst is. De verklaring voor dit feit is dat in deze regio de waarde van het vastgoed (de noemer) hoger is, terwijl het exploitatieresultaat (de teller) niet noemenswaardig hoger is dan in de andere regio's. De hogere verhuurderheffing drukt het effect van de wat hogere huren in de regio sterk. Door de publieke taakopdracht kan de marktpotentie van het Daeb-segment niet volledig worden benut.

De analyse van de ontwikkeling van het sectorale eigen vermogen (op basis van marktwaarde) laat een interessante uitkomst zien. Gemiddeld over de hele periode neemt het eigen vermogen toe met 3,5% per jaar.

34. Dit komt mede door het effect van het niet meenemen van de saneringsheffing in de verkenning. Immers op sectorniveau is de saneringsheffing uiteindelijk budgetneutraal (de cijfers voor 2013 zijn afkomstig van corporaties, waarin de heffing is meegenomen).

35. Grote verschil met direct rendement over 2013 dat is ontleend aan de kasrealisatie is dat voor de prognoseperiode de kasstromen zijn aangehouden die corporaties in de bedrijfswaarde voor niet-Daeb hebben opgegeven. Verklaring voor de grote verschillen tussen deze twee opgaven is er vooralsnog niet.

Grafiek 21 Ontwikkeling direct rendement op marktwaarde in verhuurde staat (in %)



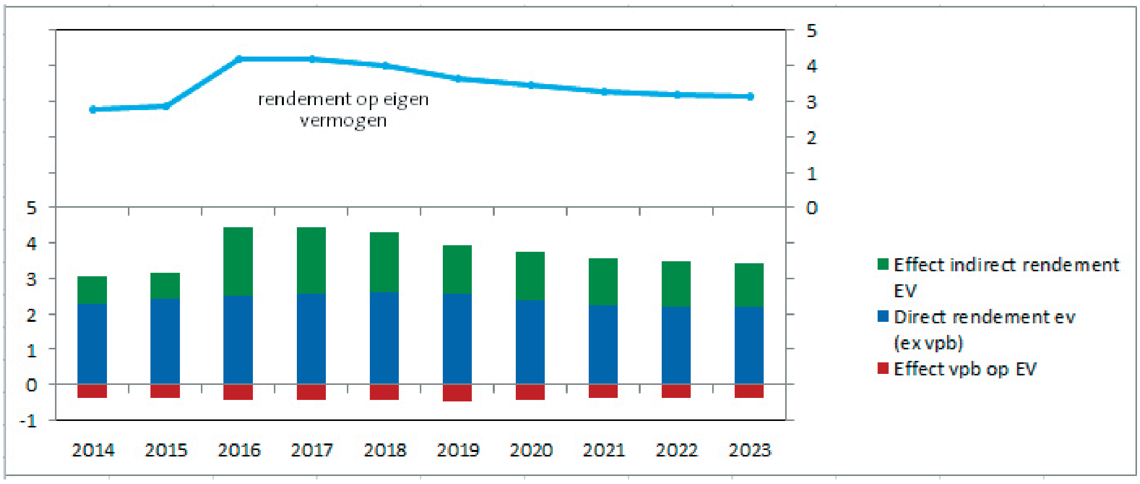
Drie factoren dragen hieraan bij:

- het direct rendement op het eigen vermogen (2,4%);
- het indirect rendement op marktwaarde gewogen naar het effect op het eigen vermogen (1,5%);
- de onttrekking aan het eigen vermogen vanwege de jaarlijkse afdracht van vennootschapsbelasting (-0,4%).

De jaarlijkse cashflow afzonderlijk beschouwt, zorgt ervoor dat het eigen vermogen voor inflatie gecorrigeerd niet daalt (behoud maatschappelijk gebonden vermogen). Bij de beoordeling of de sector tot een duurzaam exploitatiemodel kan komen is de toets of het eigen vermogen op basis van alleen de cashflow een rendement oplevert dat minimaal gelijk is aan de inflatie, een cruciaal ankerpunt.

Immers een eigen vermogensontwikkeling die alleen gebaseerd zou zijn op waardeontwikkeling en niet op direct rendement, leunt volledig op de toekomst. In hoeverre er een bepaald totaal rendement moet worden gemaakt, inclusief het indirect rendement, is een apart vraagstuk. Dit hangt mede af van de beginpositie.

Grafiek 22 Ontwikkeling rendement op eigen vermogen en samenstelling (in %)

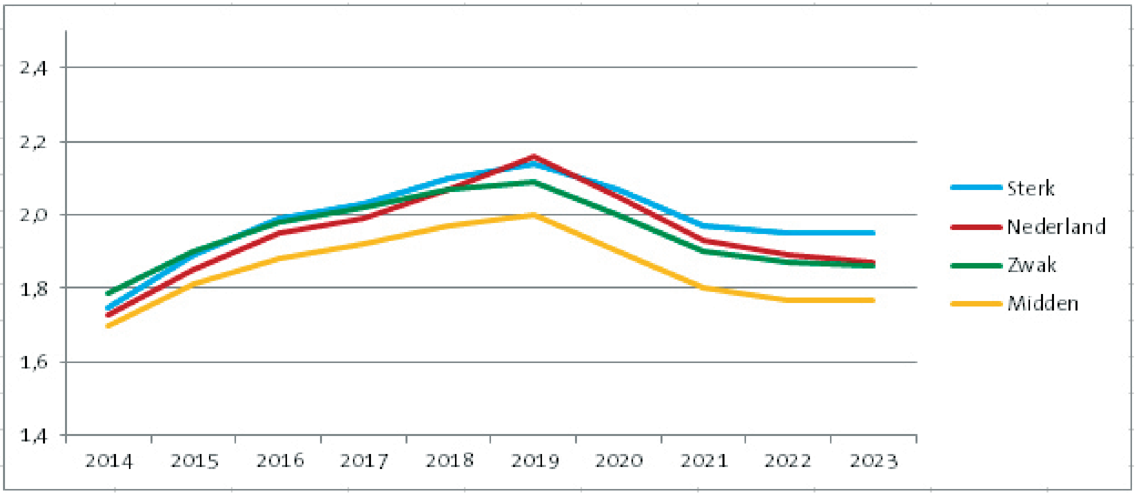


4.3.3 ICR

De ICR blijft gedurende de hele projectieperiode ruim boven de grenswaarde van 1,4 die voor individuele corporaties geldt. De vergelijking met de cijfers in het realisatiejaar 2013 kan niet zonder meer worden gemaakt, omdat daarbij wel rekening is gehouden met de saneringsbijdrage. Op sectorniveau is de norm van 1,4 die voor individuele corporaties geldt niet de norm. Het sectorcijfer behoort daar duidelijk boven te liggen. CFV zal daarom in 2015 ook een sectornorm voor ICR gaan bepalen. Hoewel er verschillen zijn tussen elk van de drie regio's en de sectorale ontwikkeling is de omvang van deze verschillen gering.

Op sectoraal niveau laat de ICR een stijgend verloop zien in de eerste jaren van de projectieperiode. In 2019 bereikt de ICR zijn hoogste waarde van 2,16. Deze toename wordt vooral gevoed door het positieve resultaat uit exploitatie. De door corporaties voorgenomen huurverhogingen zijn de belangrijkste oorzaak van het positieve resultaat. In de tweede helft van de projectieperiode is de huurontwikkeling gelijk aan inflatie en nemen de lasten van beheer en onderhoud sneller toe dan de inflatie. Daarnaast zorgt de renteontwikkeling ook voor een negatief effect. Dit drukt het exploitatieresultaat en daarmee ook de ICR. In 2023 is de ICR uiteindelijk afgenomen tot een waarde van 1,87.

Grafiek 23 Ontwikkeling ICR



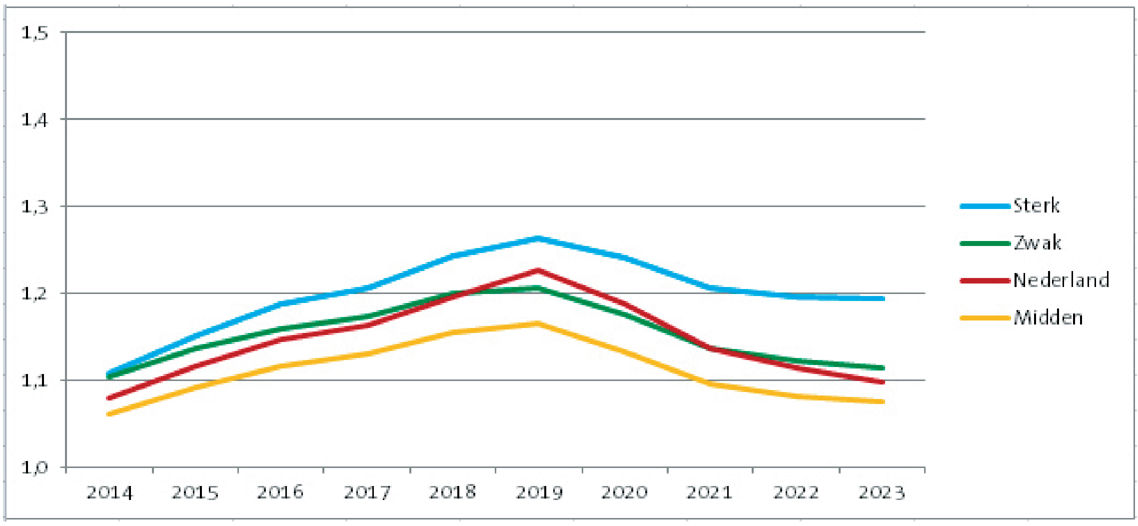
4.3.4 DSCR

Ook de DSCR[36] blijft gedurende de projectieperiode boven de grenswaarde van 1,0 die bij de beoordeling voor individuele corporaties geldt. Na een stijging in de eerste jaren piekt de DSCR in 2019 op 1,23. Daarna volgt een geleidelijke afname tot 1,10 in 2023. Door de geleidelijke afname van de levensduur tot 2023 neemt de genormeerde aflossing toe. De ontwikkeling van de sectorale DSCR laat zien dat de terugloop van de gemiddelde levensduur met drie jaar tot 2023 kan worden opgevangen door de kasstromen. In vergelijking met de ontwikkelingen in de afgelopen tien jaar is de schatting van de teruggang van de levensduur relatief conservatief. CFV wil vanuit voorzichtigheid op dit punt niet vooruit lopen.

Sectoraal dient het meerjarig gemiddelde ruim boven de 1,0 te blijven. De drie regio's laten ongeveer een vergelijkbare ontwikkeling zien. De DSCR van de regio sterk laat een iets gunstiger ontwikkeling zien dan de andere regio's en het sectoraal gemiddelde. De verschillen blijven echter beperkt. Bovendien zijn ook de niveau verschillen tussen de regio's en het sectorale beeld beperkt.

36. DSCR definitie van CFV is: operationele kasstroom voor rente gedeeld door de som van de genormeerde aflossing en rente. De genormeerde aflossing wordt hierbij bepaald door het schuldrestant in enig jaar te verminderen met de restwaarde van € 5.000,- per eenheid, waarna de resultante gedeeld wordt door de restant levensduur maal 1,5.

Grafiek 24 Ontwikkeling DSCR



4.3.5 Conclusie basisscenario

In het sectorale basisscenario en de regionale varianten blijven de financiële prestaties van corporaties op geaggregeerd niveau boven de voor de sector geformuleerde bufferwaarden. Dit houdt in dat op sectorniveau wordt uitgegaan van een realistisch (des)investeringsprogramma.

Het direct rendement op het eigen vermogen gebaseerd op marktwaarde is gedurende de gehele projectieperiode hoger dan de inflatie. In de discussie over het zogenaamde duurzaam exploitatiemodel is dit een belangrijk uitgangspunt.

Het geformuleerde investeringsprogramma leidt in de komende tien jaar tot € 62 miljard aan investeringen.
De operationele kasstroom en de verkoop van bestaand vastgoed genereren respectievelijk € 33,5 miljard en € 21,8 miljard aan middelen.

Rekening houdend met het consolideren van in de beginpositie aanwezige liquide middelen resteert slechts € 3,4 miljard aan financieringsbehoefte. De schuldgroei van de langlopende leningen die in tien jaar tijd optreedt, is iets meer dan 5% (groei tot circa € 93 miljard in 2023). Gecorrigeerd voor inflatie dus een behoorlijke daling van de schulden.

Tabel 13 Kasstromen regio's gemiddeld per jaar per verhuureenheid

	Nederland	Zwak	Midden	Sterk
Operationele kasstromen	1.352	1.325	1.315	1.392
Desinvesteringskasstromen (verkopen)	858	773	844	998
Investeringskasstromen	-2.521	-2.328	-2.561	-2.577
Kasstroom uit financieringsactiviteiten	184	89	275	72
Beginstand liquide middelen	127	140	126	115

4.4 Gevoeligheidsanalyses

Naast het basisscenario zijn drie gevoeligheidsanalyses uitgevoerd. Deze analyses hebben
betrekking op:

- geen reële huurstijging vanaf 2015;
- extra beheer en onderhoud;
- extra investeringen in verband met het inperken van de teruggang in de gemiddelde economische levensduur van het vastgoed. De verschillen met het basisscenario zijn in onderstaande tabel inzichtelijk gemaakt

De extra beheer en onderhoudsvariant (ii) van het basisscenario rekent met hogere kosten voor onderhoud en beheer. In 2014 bedragen deze kosten gemiddeld circa € 2.300,- per eenheid. In de doorgerekende variant is dit bedrag jaarlijks met € 200,- per woning verhoogd. Deze aanpassing leidt tot een verhoging van de jaarlijkse lasten met circa € 0,5 miljard.

De variant (iii) extra investeringen beperkt de afname van de gemiddelde economische levensduur van het vastgoed. Dit gebeurt door extra (des)investeringen. De ontwikkeling van de economische levensduur in de meerjarenverkenning is de resultante van de jaarlijkse veroudering van de bestaande portefeuille en de voorraadmutaties. Nieuwbouw, aankoop en woningverbetering dragen bij aan de vernieuwing van de portefeuille. Sloop leidt ook tot een positief effect op de levensduur, omdat door sloop woningen met een korte levensduur worden onttrokken. Bij verkoop wordt een neutraal effect verondersteld. Enerzijds worden er meer woningen gesloopt en anderzijds meer nieuwe woningen gebouwd. Ten opzichte van het basisscenario neemt de sloop toe met 102.000 woningen tot 202.000. De nieuwbouw van huurwoningen neemt met 28.000 toe tot 208.000. Beide leidt tot een verhoging van de (des)investeringsopgave. Het effect is dat de daling van de levensduur met 1,3 jaar afneemt tot 2,6 jaar in 10 jaar tijd.

Tabel 14 huurverhoging basisscenario vergeleken met scenario inflatie-nominale huur

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Basisscenario (%)	4,30	3,51	3,48	3,33	2,91	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Inflatievolgend (%)	4,30	1,50	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Verschil (%-punt)	0,00	-2,01	-1,48	-1,33	-0,91	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

4.4.1 Solvabiliteit

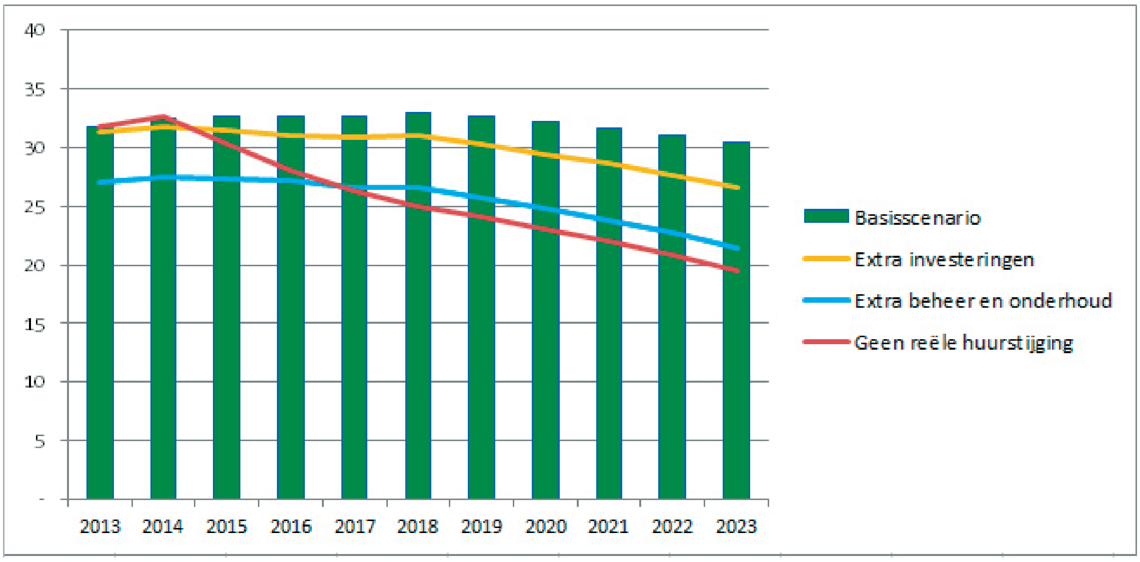
De volkshuisvestelijke solvabiliteit daalt in alle drie de gevoeligheidsanalyses ten opzichte van het basisscenario. Het scenario geen reële huurstijging vanaf 2015 levert de sterkste daling op. De solvabiliteit komt uit op 19%. Een daling van 11,5%-punt ten opzichte van de basisvariant. Dit illustreert de gevoeligheid voor het niet langer realiseren van reële huurstijgingen. De reële huurstijging in deze variant komt over de tienjaarsperiode uit op 10% tegen 17% in het basisscenario.

De buffernorm voor solvabiliteit van CFV biedt een marge om dergelijke niet geraamde ontwikkelingen op te kunnen vangen. Immers als deze trend zich zal gaan voordoen biedt de combinatie van een behoorlijke buffer en de sturingsruimte die er nog is, de mogelijkheid om een dergelijke scherpe trend naar beneden af te remmen.

De gevoeligheid voor hogere exploitatielasten komt duidelijk naar voren uit de uitkomsten van de beheer- en onderhoudsvariant.
De solvabiliteit daalt dan naar 21,5%.
Een daling van 9% ten opzichte van de basisvariant. Ook hier zullen zich aanpassingsmechanismen voordoen.
Het belang van dit scenario is om te laten zien dat het realiseren van de geraamde teruggang in exploitatielasten enerzijds essentieel is om te komen tot een duurzaam exploitatiemodel en anderzijds een risico in zich heeft. In het verleden heeft de sector eerder voornemens gehad met betrekking tot de reductie van exploitatielasten, die maar gedeeltelijk zijn gerealiseerd. Wel is het tijdsgewricht nu anders.
De sector heeft inmiddels de nodige stappen gezet. Daadwerkelijke realisatie van de voorgenomen reductie blijft evenwel een risico. Ook vanuit het perspectief van wat is noodzakelijk voor toereikend onderhoud.
De variant extra investeringen laat zien dat een extra inzet op sloop en nieuwbouw ter vermindering van de terugloop van de economische levensduur een prijs heeft, maar nog niet direct tot onoverkomelijke financiële problemen leidt.

De les die uit deze gevoeligheidsanalyses kan worden getrokken is dat de financiële positie van de sector zeer gevoelig is voor afwijkingen van de verwachtingen die ten grondslag liggen aan het basisscenario.
Het belang van een substantiële buffer in combinatie met een scherpe sturing op bijstellingen als trends serieus anders zijn dan verwacht, is cruciaal voor een duurzame ontwikkeling van de financiële positie van de corporatiesector.

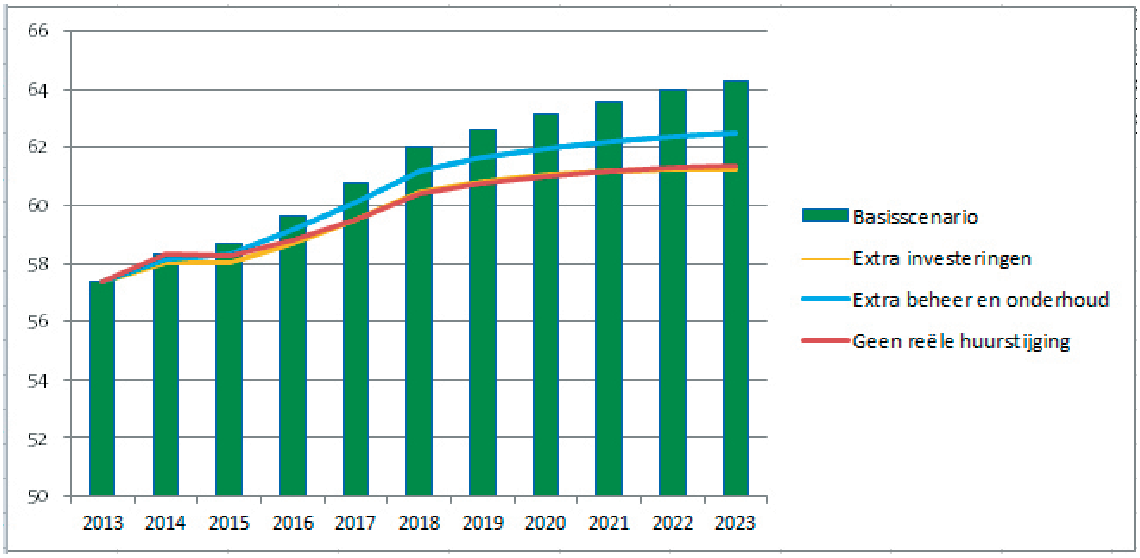
Grafiek 25 Gevoeligheidsanalyse volkshuisvestelijke solvabiliteit (in %)



De solvabiliteit bij marktwaarde laat op het eerste gezicht een heel ander beeld zien. Voor alle drie de gevoeligheidsanalyses geldt dat de solvabiliteit bij marktwaarde blijft toenemen in de prognoseperiode. Zelfs het scenario geen reële huurstijging, dat de grootste impact heeft, komt uit op 61,6% in 2023.

Zoals eerder aangegeven kan de solvabiliteit op basis van marktwaarde niet zelfstandig geduid worden als er sprake is van een niet marktconform opererende instelling. Het rendement op eigen vermogen dient te worden geanalyseerd alvorens conclusies kunnen worden getrokken.

Grafiek 26 Gevoeligheidsanalyse solvabiliteit obv marktwaarde (in %)



4.4.2 Direct rendement op basis van marktwaarde

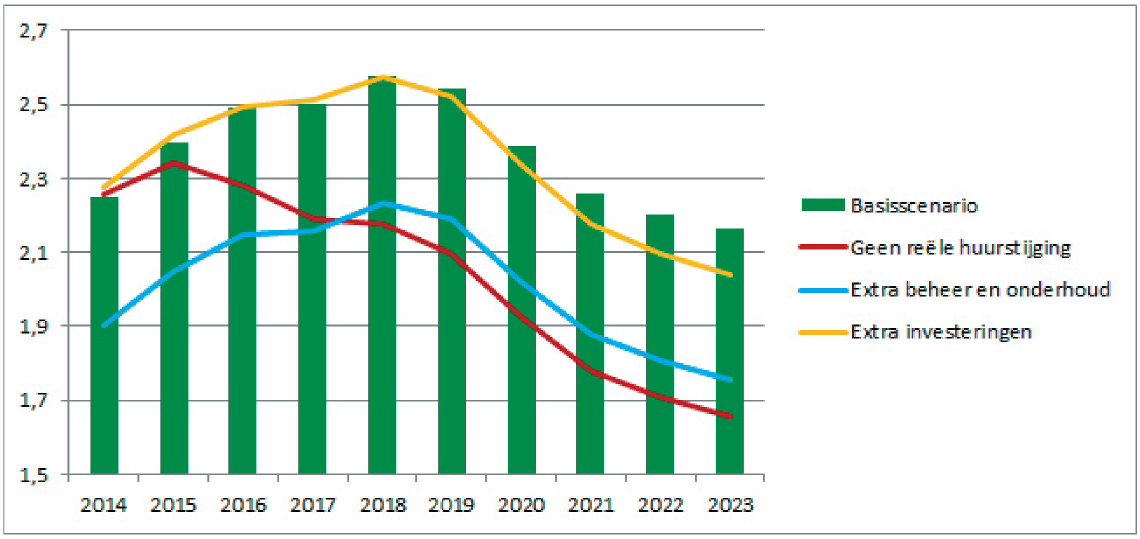
Twee van de uitgevoerde gevoeligheidsanalyses hebben een negatieve impact op het direct rendement van de sector. Dit geldt voor het scenario geen reële huurstijging en de beheer- en onderhoudsvariant. In beide analyses daalt het direct rendement tot 2,9%. Dit is 0,3% lager dan in het basisscenario. Het lage inflatie-geen reële huur scenario komt hierbij een fractie lager uit dan de beheer en onderhoudsvariant.

De variant levensduur laat een ander verloop zien. Het direct rendement is in deze variant in de eerste jaren nagenoeg gelijk aan het basisscenario. In de latere prognosejaren komt het rendement beperkt onder het rendement van het basisscenario. Dit wordt veroorzaakt door de relatieve extra huurgroei als gevolg van de investeringen en de sloop.

4.4.3 Direct rendement op het eigen vermogen op basis van marktwaarde

Het direct rendement op eigen vermogen exclusief het effect van de vennootschapsbelasting daalt in twee van de drie analyses onder het niveau dat benodigd is om de inflatie op te vangen. Het betreft het scenario geen reële huurstijging en de variant met hoger onderhoud en beheer. Aan het eind van de periode komt dit rendement uit op respectievelijk 1,6% en 1,8%, tegen 2,2% in het basisscenario. Wanneer hierbij rekening wordt gehouden met het negatieve effect van de vennootschapsbelasting dan is het rendement te laag om het eigen vermogen op basis van direct rendement op peil te houden. Het scenario extra investeringen laat een ontwikkeling van het direct rendement zien dat vrijwel gelijk loopt met het basisscenario (2,0% in 2023).

Grafiek 27 Direct rendement eigen vermogen (in %)



Tabel 15 Ontwikkeling ICR en restant levensduur

	ICR (exploitatiekasstroom gedeeld door rente)		Levensduur (x 1.0 jaren)	
	2014	2023	2014	2023
Basisscenario	1,73	1,87	23,80	19,90
Inflatievolgend	1,73	1,61	23,80	19,90
Beheer en onderhoud	1,62	1,67	23,80	19,90
Levensduur	1,73	1,72	23,80	21,20

De ontwikkeling van de levensduur is in het basisscenario, het scenario geen reële huurstijging en de variant met hoger onderhoud en beheer gelijk. Bij deze scenario's neemt de resterende levensduur met vier jaar af in de loop van de komende tien jaar. Hierbij is niet geanticipeerd op ervaringen uit de afgelopen tien jaar, waarin corporaties op basis van het portefeuillebeleid en conditiemeting de levensduur actualiseerden en verhoogden.

De variant met extra inspanningen gericht op de kwaliteit van de portefeuille (door sloop en nieuwbouw) beperkt de daling van de resterende levensduur.

Grafiek 28 Levensduurontwikkeling basisscenario en variant levensduur

